全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

RANG ZICHAN PEIZHI
WEI NI DE CAIFU ZENGZHI

让资产配置为你的财富增值

吴建军◎著



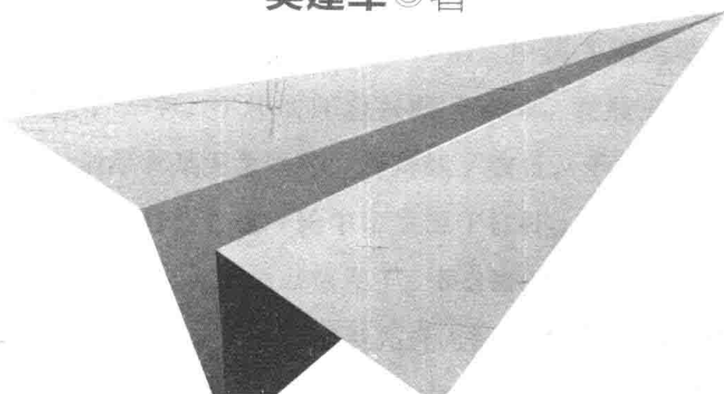
中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

RANG ZICHAN PEIZHI
WEI NI DE CAIFU ZENGZHI

让资产配置为你的财富增值

吴建军◎著




中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE
北 京

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

让资产配置为你的财富增值/吴建军著.
北京：中国经济出版社，2017.12
ISBN 978-7-5136-4913-1
Ⅰ.①让… Ⅱ.①吴… Ⅲ.①投资管理—基本知识 Ⅳ.①F830.593
中国版本图书馆 CIP 数据核字（2017）第 251559 号

责任编辑 宋庆万
责任印制 巢新强
封面设计 金刚设计

出版发行 中国经济出版社
印 刷 者 北京金明盛印刷有限公司
经 销 者 各地新华书店
开　　本 710mm×1000mm 1/16
印　　张 11.5
字　　数 128 千字
版　　次 2017 年 12 月第 1 版
印　　次 2017 年 12 月第 1 次
定　　价 48.00 元
广告经营许可证 京西工商广字第 8179 号

中国经济出版社 **网址** www.economyph.com **社址** 北京市西城区百万庄北街 3 号 **邮编** 100037
本版图书如存在印装质量问题，请与本社发行中心联系调换（联系电话：010-68330607）

版权所有 盗版必究（举报电话：010-68355416 010-68319282）
国家版权局反盗版举报中心（举报电话：12390） 服务热线：010-88386794

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

引 言

2016 年是中国投资者较为艰难的一年。

中国股市上一轮熊市从 2007 年开始，持续了 7 年。然而就在 2014 年牛市启动不到一年时间，股指刚刚站上 5178 点时，2015 年 6 月便遭遇了一场前所未有的股灾，一个月的时间内就跌了 35%；平稳一段时间后，8 月份继续下跌，跌幅达 29%。进入 2016 年后，中国 A 股大跌，不到一个月的时间，就跌了 25%。半年时间总共跌了 49%。在股灾最极端的情况下，市场大部分股票都是无量跌停，并持续了数日，千股跌停的悲壮场面史无前例。事后有人分析，这一轮牛市发源于杠杆，终结于去杠杆，短短半年时间，将近 30 万亿元市值就蒸发了。

从 2014 年 1 月开始，人民币对美元进入贬值通道，不到 3 年的时间，已经从 6.04 下跌到 6.7，贬值压力进一步加大。与此同时，外汇储备也跟着下降，中国外汇储备于 2014 年 6 月达到最高，大约 3.99 万亿美元，此后一路向下，截至 2016 年 9 月已降至 3.16 万亿美元。

相对于股市、汇市的下跌，货币供应量 M2 却以较高速度持续增长。2015 年年底，M2 的总量达到 139 万亿元，而同年的 GDP 总量却只有 63.6 万亿元，M2 超出了 GDP 的一倍还多。截至 2016 年 8 月，M2 已经超过 150 万亿元，经济滞胀的风险进一步加大。央行继续采取宽松的货币政策，1 年期基准利率降至 1.5%，是自 1990 年以来的最低利率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序表 1 银行零存整取利率

时间	活期存款（%）	定期存款（%）		
		三个月	半年	一年
2011-02-09	0.4	2.6	2.8	3
2011-04-06	0.5	2.85	3.05	3.25
2011-07-07	0.5	3.1	3.3	3.5
2012-06-08	0.4	2.85	3.05	3.25
2012-07-06	0.35	2.6	2.8	3
2014-11-22*	0.35	2.35	2.55	2.75
2015-03-01	0.35	2.1	2.3	2.5
2015-05-11	0.35	1.85	2.05	2.25
2015-06-28	0.35	1.6	1.8	2
2015-08-26	0.35	1.35	1.55	1.75
2015-10-24	0.35	1.1	1.3	1.5

高盛在 2016 年 1 月保守估计，2015 年中国整体债务占 GDP 比例为 216%，几个月之后，高盛又给出了一份独立报告指出，2016 年中国整体债务占 GDP 比例接近 270%；麦格理分析师 Viktor Shvets 的估算比较激进，他指出中国整体债务规模为 35 万亿美元，接近 GDP 的 350%。而中国社科院国家金融与发展实验室研究报告称，截至 2015 年年底，中国债务总额为 168.48 万亿元人民币，全社会杠杆率 249%。2016 年 3 月 12 日，财政部明确表示将对 1 万亿元地方债务进行置换，占 2015 年到期政府债务的 53.8%。债务置换类似展期，用更低的利息、更长的周期借入资金，从而兑付之前的债务，这本质上已经是一种债务违约，地方政府还不起钱，才进行债务置换。2016 年 3 月 16 日，李克强总理表示“允许个案性金融风险发生”，敲响了债务危机的警钟。

目前真正处于牛市之中的，可能只有楼市。据 2016 年 9 月百城房价数据显示，新建住宅均价涨幅较 8 月扩大，北京、上海等十大城市的同比涨幅突破 21%，深圳等六个城市同比涨幅超过 40%。正因为楼市“高烧不退”，中国热门城市才掀起了楼市调控潮。截至 2016 年 10 月 4 日，已有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

14 个城市发布楼市新政，包括深圳、武汉、合肥、济南、苏州等，涉及限购、限贷及土地供应政策。新华社谈及楼市时称，多个热点城市推出了楼市限购、限贷政策，短期内将为当前过热楼市适当降温，也将成为更多城市控制房价的重要选择。

当前的楼市，已经处于非常亢奋阶段，人们谈论文学，谈论音乐，谈论运动，谈论美食，谈论旅游，最后总会谈论到楼市，空气中弥漫着乐观的情绪，财富包围着每一个人。这个泡沫到底什么时候破裂，谁也不知道。

面对如此局面，投资者唯一能做的就是做好资产配置，从容应对危机。

这是一本写给普通投资者的关于如何做好资产配置的书，书中凝结了笔者十多年的理论知识和投资经验。在现有的资产配置书籍中，摩根士丹利个人投资部的首席投资官戴维 M. 达斯特写的《资产配置的艺术》一书是当前市场上介绍资产配置原理和投资策略的最佳图书，罗杰 C. 吉布森的《资产分配》从平衡金融风险的角度阐述了资产配置的重要意义，这两本书内容深入浅出，是市场上值得个人投资者收藏和阅读的书籍；而耶鲁大学首席投资官大卫·斯文森写的《机构投资者的创新之路》一书，以机构投资者的视野，站在大规模资金运作的高度上，详细论述了资产配置在投资实践中的作用，也是一本不可多得的好书。除此之外，还有很多关于资产配置的书籍，但真正能把资产配置理论和中国资本市场实践较好地结合在一起的书籍并不多，大多数或者过于理论，过于西化，或者过于浅显，缺乏深度。本书力图突破这些局限，从基本的投资理论说起，重点关注如何做大资产规模，提高正的现金流，将资产配置理论和投资实践结合起来，将国外投资经验和中国资本市场联通起来，给读者提供一个崭新的资产配置思路，希望更多的人能够正确地运用资产配置手段，为自己创造出更多的财富。和其他讲述资产配置的书籍有所不同，本书除了讲述常规的资产配置外，还重点将现金流概念纳入其中。在大部分讲述资产配置的书籍中，风险和收益是配置的主要目标，投资者按照不同相关性的资产类别进行配置，所有的资产配置要么关注“在既定风险下如何提高收益”，要么关注“在给定收益下如何降低风险”，却没有考虑到，就算风险收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

被固定在一个目标范围内，如果一年、两年、三年都没有正的现金流甚至连续几年都是负的现金流该怎么办。而本书在充分考虑了风险和收益的基础上，在继承“传统投资组合”理论的前提下，着重讲述如何创造一个稳定的现金流，强调现金流的重要性，创造性地提出了按照不同的利润类型进行资产配置，借鉴对冲基金的“绝对收益”投资理念，综合运用各种金融工具（包括金融衍生品），提供一个与传统资产配置不一样的配置思路。

本书共分6个章节，1个附录。第一章里阐述了为什么要投资，普通人参与投资活动的意义以及正确的投资理念和投资者行为。第二章重点讲述了金融学理论知识。金融学发展到今天，已经成为一个重要的领域，笔者力图用简单的语言勾勒出金融学的整体面貌，带领投资者漫步金融学殿堂。第三章列举了主要的资产类别，分析了各种资产不同的性质、风险和收益，这是进入投资世界前必须要做的基本功课。第四章介绍了经济的一般规律和经济周期以及历史上曾经发生过的资产泡沫，“以史为鉴，可以知兴替”。第五章讲述了传统资产配置基本理论，详细介绍了国内的ETF和投资海外的房地产信托基金，提供了若干资产配置方案。第六章提出了“基于现金流”的资产配置理论，强调了在投资过程中现金流的重要价值，教会投资者利用金融衍生品的强大功能来构建一个具有强大现金流的资产配置。附录部分介绍了主权财富基金和全球宏观对冲基金的情况，让读者了解主权财富基金和对冲基金的资产配置、熟悉海外投资基金的投资理念和投资策略，对拓宽投资者的视野和培养投资者的大局观，也有极大的帮助。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录
Contents

第一章 开启投资之旅 / 1

一、为什么要投资 …… 1
二、影响财富的两大风险：通货膨胀和波动风险 …… 4
三、财富增长的重要推手：复利 …… 9
四、稳健投资者 …… 12
五、正确的投资观 …… 14
六、投资者行为控制 …… 20

第二章 有用却并不枯燥的理论 / 21

一、现代金融学 …… 22
二、行为金融学 …… 31
三、混沌经济学 …… 37
四、几个有用的公式 …… 43

第三章 赚钱的资产有哪些 / 48

一、股票类资产 …… 49
二、债券类资产 …… 51
三、商品类资产 …… 52
四、房地产类资产 …… 53

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

五、绝对收益 …… 54
六、现金类资产 …… 55
七、其他 …… 56

第四章 经济增长还是衰退 / 62

一、经济周期 …… 62
二、美林时钟 …… 70
三、资产泡沫 …… 75

第五章 传统的资产配置 / 80

一、被动资产配置 …… 81
二、积极资产配置 …… 89
三、认识指数基金 …… 95
四、用 ETF 进行资产配置 …… 102
五、定投是一种特殊的资产配置 …… 105
六、基于恒定比例投资组合保险机制（CPPI）的资产配置 …… 111
七、构建自己的商品基金 …… 113
八、房地产信托投资基金（REITs） …… 120

第六章 基于现金流战略的资产配置 / 123

一、资产和现金流 …… 123
二、传统资产配置中的现金流 …… 126
三、基于现金流战略的资产配置 …… 130
四、金融期货和期权 …… 135
五、国债期货+沪深 300 股指期货（IH）配置 …… 140
六、股指期货吃贴水策略 …… 141
七、ETF 和期指之间的期现套利 …… 143
八、期权合成与期指之间的期现套利 …… 145

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

九、国债期货套利 …… 148
十、用期权创造现金流 …… 149
十一、现金管理 …… 152
十二、综合运用 …… 157

附录 主权财富基金和对冲基金 / 159

一、主权财富基金（Sovereign Wealth Funds，SWFs） …… 159
二、对冲基金（Hedge Fund） …… 164

后 记 / 171

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章 开启投资之旅

一、为什么要投资

投资，本质上是一种“钱生钱”的活动。

每个人都需要钱。我们从小被父母送去学校，接受良好的教育，是为了长大后能有一份体面的工作和不菲的薪酬；我们努力工作，辛勤劳动，是为了让自己和家庭有足够的财富去消费和使用；我们买房，买股票，是为了让手里的钱更多。我们可以用钱来换取很多我们需要的东西，以便让我们的生活变得更好。

可是钱或者说现金、储蓄，存在一个致命的弊端：它会随着时间的流逝变得越来越不值钱。以前 1 元钱就能吃一碗牛肉面，现在需要 15 元钱了。我们说，钱贬值了。有什么办法能让我们手里的钱不但不贬值，反而变得更加值钱呢？投资，是唯一可行的办法。

投资就是通过购买适当的资产，使投资者在较长的时期里能够获得资产增值并得到合理的预期收入，比如分红、利息和租金。投资不是投机。投机者买入资产，比如股票，恨不得一天就能翻一倍；而投资者买入资产，会长期持有，期待该资产在未来几年甚至几十年里带来持续良好的现金流。我们要投资，不要投机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们用身边常见的几种资产为例，来看看投资到底是怎么生钱的。

1. **楼市**

一线楼市疯长，已经持续很多年了，相信大家都深有体会。我们先看北京东三环的某个楼盘，2005 年的价格是 1 万元/平方米，2016 年变成8 万元/平方米,11 年涨了 8 倍。这就意味着，2005 年花 100 万元投资这套房子，2016 年就变成了 800 万元。11 年的时间赚了 700 万元，平均每年净赚 64 万元。

这是首都的情况，接下来我们再看一个省会城市的房价。

合肥市政务区某小区，2007 年的价格大约在 4000 元/平方米，2016 年超过 2 万元/平方米，涨了 5 倍。合肥房价 9 年涨了 5 倍，折算成复利，相当于每年 20%的增幅；北京房价 11 年涨了 8 倍，相当于 21%的年复利。这就是投资的力量。

不过，如果你不幸买了三四线小城市的房产，运气不好的话不但赚不到钱，很可能连房价都已经被腰斩了。

笔者撰写此文之际，中国的房地产市场已经进入空前的火爆阶段，买房已经变成了抢房，身边的人不是在抢房，就是在谈论抢房；不是在本地抢，就是去房价被低估的城市抢。很多亏损的上市公司通过卖房扭亏为盈。据不完全统计，仅 2016 年 9 月，就有 6 家上市公司卖房套现。在房价高涨的今天，卖房也成了上市公司提升业绩的一个手段。在楼市高收益的表象下，谁也不知道背后隐藏了多大的风险。

2. **股市**

股市是一个令投资者悲喜交加的地方，“一胜二平七负”是市场的铁律，太多的人怀着发财梦进入股市，最终却落得只能割肉离场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下面我们来看看投资股市如何生钱。由于股市的波动起伏较大，选择不同的起点和终点，其投资收益结果可能会截然相反，我们就随机选择，按照10年周期来验证，看看投资收益情况。

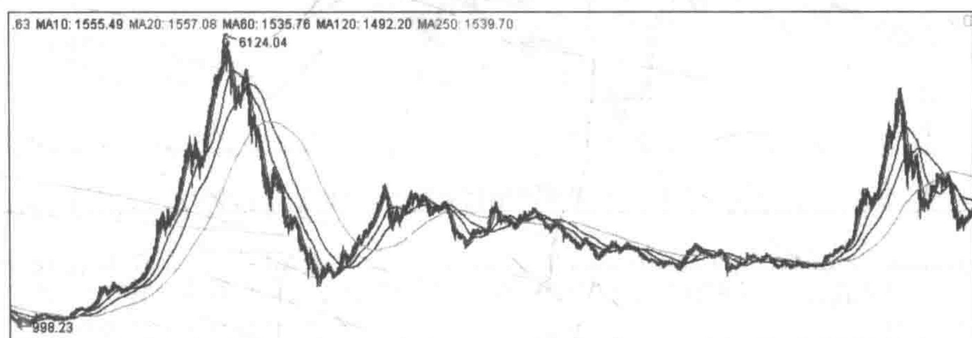


图 1-1　上证综指 2006—2016 走势图

选择上证综合指数为标的指数，起点为 2006 年 4 月 6 日：

2006 年 4 月 26 日，上证综指收盘 1417 点。

2016 年 4 月 25 日，上证综指收盘 2946 点。

10 年时间，上证指数上涨了 107.9%，折算成年复利为 7.59%，这个收益可能与大家想象的结果不同，不但远超国债收益，甚至还能击败 90%的股票投资者。如果运气好，在投资的第二年，2007 年 1 月，上证综指冲高到 6100 点，我们的资产就翻了 4 倍还多。

但如果我们不幸选择了股市的最高点入场，持有上证指数 9 年后，现在还亏损 51.7%。

3. 美国房地产和股票市场情况

中国的房地产和股票市场成立时间不长，股市只有 20 多年，百姓投资的房地产交易市场也还不到 20 年，时间太短，说服力不够充足。为了更加全面、深入地观察这两类市场的投资收益情况，我们再来看看美国的房地产和股票历史走势：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

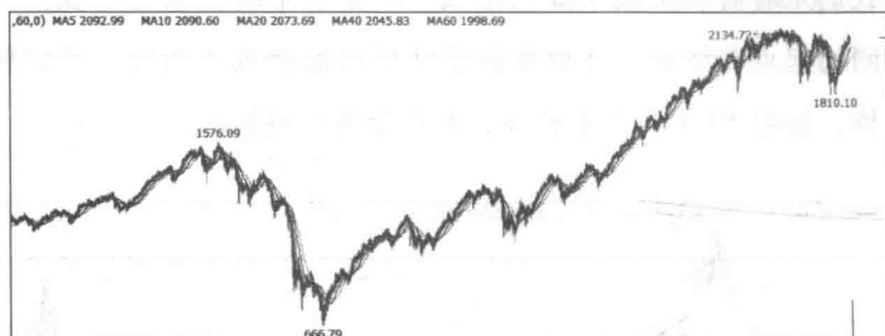


图 1-2 标准普尔 500 指数 2005—2016 年走势图

美国股市从 1970 年到 1999 年的 30 年里，标准普尔 500 指数的年增长率为 13.7%；

美国房地产从 1972 年到 2001 年的 30 年里，NAREIT 指数的年增长率为 12.5%。

美国是一个成熟的市场，无论股票还是房地产，都是长期向上的趋势，值得长期投资者参考借鉴。

总的来说，投资是有风险的，但也是很有趣的。正确的投资未必能战胜市场，但一定能战胜市场上大部分其他投资者。当你掌握了持续盈利的秘诀，看着投资收益一天比一天增加，超过你的工资收入，给你带来财务自由时，就能体会到，投资不仅能带来丰硕的财富，更能带来无穷的乐趣。

跟着我，一起开启投资之旅，步入财富的殿堂吧。

二、影响财富的两大风险：通货膨胀和波动风险

资本市场是一个混沌市场，影响价格变化的因素很多，非常复杂。按照传统金融学的理论，投资者无法通过以往的资产价格和公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开的信息去预测未来的价格，资产价格变化随机游走，毫无规律可言。在这样的一个混沌市场里，如果我们还跟大多数炒股的人一样，苦苦追求资产价格的下一步走势，无异于南辕北辙、缘木求鱼，最终落入“一胜二平七负”里的“七负”人群，将是极大的概率。

正确的投资能够给人带来巨大的回报，错误的投资则会导致严重的损失。兵法云：知己知彼，百战不殆。在踏上投资这条路之前，我们要先认清市场风险，只有认识并控制好风险，做出正确的投资，才有可能从中收获财富。资本市场的风险归纳起来，可以分为两种：通货膨胀和价格波动风险。

1. 通货膨胀

对于通货膨胀的定义，笔者直接引用曼昆的《经济学原理》里面的解释：

在 1970 年，一份《纽约时报》卖 15 美分，一个家庭住房的中值价格是 23400 美元，制造业的平均工资是每小时 3.36 美元；在 2004 年，一份《纽约时报》卖 1 美元，住房的价格是 211000 美元，而平均工资是每小时 16.15 美元。这种物价总水平的上升称为通货膨胀。

曼昆分别用报纸价格、住房价格和工资价格举例说明通货膨胀，这是一个理解通货膨胀的绝佳例子。我们根据三种价格的变化，按复利法则来测算一下每种价格的年增长率，总共 34 年：

（1）《纽约时报》，从 0.15 美元涨到 1 美元，年增长率 5.74%；

（2）住房，从 23400 美元涨到 211000 美元，年增长率 6.69%；

（3）小时工资，从 3.36 美元涨到 16.15 美元，年增长率 4.73%。

从结果中可以看到，制造业的平均工资增幅水平，落后于《纽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约时报》和住房价格的上涨。这也意味着，在1970年，一个制造业工人只需要用40个月的工资，就能买一套房；而到了2004年，他却需要用74个月的工资才能买下同样的房屋。随着时间的推移，钱变得越来越不值钱，这就是通货膨胀的危害。美国的长期通货膨胀率在全球是最低的，相比之下，处于新兴市场的中国，通货膨胀率比较高，对财富的影响更大。下面我们用两个简单的数据来观察中国的通货膨胀情况：

（1）1992年，大学食堂一个月的伙食费在50元左右；2016年，大学生一个月大约要800元伙食费。24年时间里增长了14倍，年增长率12.5%。

（2）1992年，大米约0.14元/斤；2016年，一般的大米都要超过3元/斤，年增长率大约14%。

按照大米14%的增长率，1992年用1万元能买到的东西，到了2016年，就需要用21万元才能买到，这就是通货膨胀对财富的腐蚀。通货膨胀风险对现金、储蓄、国债、企业债和理财产品等影响较大，这类产品一般是跑不赢通货膨胀的。只有股票和房地产这样的权益类产品，才能够抵御通货膨胀。

由于我国股票指数的增长率比美国低，所以，如何打好当前形势下的财富保卫战，是本书要重点讨论的内容。

2. 波动风险

波动风险是指资产价格的波动风险。在资产管理中，风险被定义为预期的投资资产收益不能实现的概率，特别是指所持资产价格下跌的概率，是资产的未来收益可能出现的波动率或者离散度的一种自然度量，用标准差予以表示。如果某种资产的收益率偏离其平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

均收益率很小，我们可以认为其风险较小；反之，如果某种资产的收益率在每年之间的波动很大或者出现巨额亏损，我们就认为该资产具有高度的风险性。通俗地理解，风险就是投资者遭受损失的可能性。

现代投资组合理论将投资风险分为系统风险和非系统风险，每一项单个资产，都同时具备系统风险和非系统风险。系统风险是指由于某种全局性的因素而对所有资产收益都产生作用的风险，这种风险来源于宏观方面的变化并对金融市场总体产生影响，也称宏观风险。它包括市场风险、利率风险、汇率风险、政策风险等。市场风险是指由于市场行情变化而引起的风险，如政治局势、经济周期、股市中的操纵等，都可能给行情带来大的波动。利率风险会使资金供应量发生变化，从而导致价格波动。政策风险是指由于国家政策变动而导致投资者收益受损的风险，如货币政策和财政政策的变动。系统风险不能通过对同类资产的组合加以分散，为不可分散风险。在股市里，我们可以将系统风险理解为股票指数的波动；同样，也可以将商品的系统风险理解为商品指数的波动。

非系统风险也称微观风险，是由个别资产本身的特殊情况所造成的风险，与整个市场无关，它包括财务风险、经营风险、信用风险、偶然事件风险等。财务风险是企业由于采用不同的融资方法而引起的不确定性，经营风险是由企业经营性质所引起的收入现金流的不确定性，信用风险是指企业在债务到期时无力还本付息而产生的风险，偶然事件风险则是由企业的突发性事件引起的，如法律诉讼、兼并重组、信用调级，等等。非系统风险可以通过适当的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

组合来弱化甚至消除，属于可分散风险。我们同样可以将非系统风险理解为单只股票的波动风险或者单个商品（铜、铝、玉米、大豆）的波动风险。



图 1-3 股灾前后的上证综指

图 1-3 是上证综指 2016 年 6 月以后的走势。从 6 月 15 日的 5178 点开始，只经历了 20 多天，7 月 10 日最低跌至了 3373 点，跌幅将近 35%。

之后国家强力救市，一个月的时间大盘就平稳上升到 3994 点，回升了 18.4%。

但从 8 月 18 日开始，只用 7 个交易日就又创新低，最低跌至 2850 点，跌幅达 29%，让刚刚看到希望的股民再次跌入低谷。

当年年底指数收盘 3539 点，回升 24%。

然而，2017 年元旦一过，大盘立刻变脸，一个月不到的时间，就跌了 892 点，最低跌至 2647 点，跌幅达 25%。

从最高的 5178 点到最低的 2647 点，总共跌掉了 2531 点，跌幅高达 48.88%。整个过程中，虽然有反复的涨涨跌跌，但总体趋势却是向下的，这就是大盘的波动风险。

波动风险对权益类资产影响很大，这也是很多人不敢涉足股市的一个主要原因，少数人甚至谈股色变，视股市如赌场。如果我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不投资权益类资产，就无法规避通货膨胀导致的财富腐蚀；如果我们不懂得正确投资权益类资产，财富就会被波动风险吃个精光。随着时间的流逝，通货膨胀对财富的侵蚀会变得越来越严重，波动风险对财富的影响则会越来越微弱，而正确的资产配置，就可以在通货膨胀和波动风险之间寻找最佳的平衡点，让我们在克服波动风险的同时，也能大大跑赢通货膨胀。

三、财富增长的重要推手：复利

爱因斯坦说过一句话："复利是人类的第八大奇迹。"在这一节里，我们深入观察一下复利到底有多大的能量，让爱因斯坦对其有如此高的评价。

1. 单利和复利的概念

我们平常把钱存银行时，得到的利息是单利。单利的本金固定，到期后一次性结算利息，而本金所产生的利息不再计算利息。

如果我们将得到的利息进行再投资，就能得到复利。复利是利滚利，计算时将本金和利息一起计算。

假设我们按 4%的利息存入 10 万元，2 年周期：

单利 = 100000×4%×2 = 8000（元）；

复利 = 100000×4%×2+100000×4%×4% = 8160（元）。

其中的 10000×4%×4% = 160（元）就是第一年的利息 10000×4%在第二年产生的利息，也就是利息的利息。

两年的时间里，单利和复利的差距好像并不大，我们来看下 10 年时间会如何：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

单利＝100000×4%×10＝40000 元；

复利＝100000×（1+4%）×10＝148024.4 元

同样是4%的利息，10 年后，复利利息已经是本金的 1.48 倍了，单利利息却只有本金的 40%，二者的差距越来越大，这就是复利的力量。

单利得到的是算数平均，复利得到的是几何平均。

假设我们每个月都能省下 2000 元用于投资，有两个方案，一个是投资美国的标准普尔 500 指数，另一个是放到银行里零存整取，投资 30 年。我们分别计算一下这两个方案的利息。

投资标准普尔 500 指数，按复利 13.7%计算，30 年后，我们能得到 948.9 万元的利息，另外还有 72 万元的本金，连本带息一共是 1020 万元。

表 1-1　投资标准普尔 500 指数

期限（年）	月存入额（元）	年利率
30	2000	13.70%
月利率	累计月基数	利息
1.14%	360	9489092
本金	本息合计	
720000	10209092	

放到银行零存整取，按 3%的单利算，30 年后，我们能得到 32.49 万元的利息，外加 72 万元的本金，连本带息一共是 104.49 万元。

表 1-2　银行零存整取

期限（年）	月存入额（元）	年利率
30	2000	3%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

月利率	累计月基数	利息
0.25%	360	324900
本金	本息合计	
720000	1044900	

同样的资金投入，同样的每个月都要存入一笔钱，在不同的利息和计息方式下，利润竟然能够相差30倍，这也是投资的力量。

2. 投资要尽早

在复利的威力下，投资要越早越好，较少的早期投入比后来投入较大的数量更有效。我们来看一个例子：

（1）投资者A，在19~25岁间，每年投入2000元；

（2）投资者B，在26~65岁间，每年投入2000元；

（3）投资者A总投入14000元，投资者B总投入80000元；

（4）假设年投资收益率为10%；

（5）请问，65岁时，两位投资者的收益状况应该如何？

从表面上看，虽然B比A晚投资7年，但B的总投入将近是A的6倍，并且B投了40年，A只投了7年，常识告诉我们，应该是B的收益更高。但实际情况呢？

65岁时，投资者A积累了94万元，投资者B积累了97万元。

投资者A总投入14000元，获得了66倍收益。

投资者B总投入80000元，只获得了11倍收益。

在他们65岁时，B的总资产确实比A高了3万元，但是A的投资效率却是B的6倍，这就是为什么投资要“越早越好”的道理。

关于复利，我们通过两个例子，已经很直观地看到了它的威力。最后，笔者要引用一个古老的故事，来结束本节内容。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

传说西塔发明了国际象棋而使国王十分高兴，他决定要重赏西塔。西塔说："我不要您的重赏。陛下，只要您在我的棋盘上赏一些麦子就行了。在棋盘的第 1 个格子里放 1 粒，在第 2 个格子里放 2 粒，在第 3 个格子里放 4 粒，在第 4 个格子里放 8 粒。依此类推，以后每一个格子里放的麦粒数都是前一个格子里麦粒数的 2 倍，直到放满第 64 个格子就行了。"

国王觉得很容易就可以满足他的要求，于是就同意了。但很快国王就发现，即使将国库里所有的粮食都给他，也不够他要求的1%。因为要全部放满棋盘，需要 18446744073709600000 颗麦粒，相当于 4611 亿吨大米。而 2015 年中国粮食产量加在一起也才 6.2 亿吨（国家统计局数据），按 2015 年的粮食产量需要 740 多年，才能凑够 4611 亿吨。

难怪爱因斯坦要感慨"复利是人类的第八大奇迹"。如果我们也能利用好这个奇迹，财富的雪球就会越滚越大。

四、稳健投资者

投资的本质是让钱生钱，但过于追求钱生钱的效率，往往会让自己暴露在一个极高的风险中，资产价格的暴涨暴跌对投资者情绪的负面影响也会很大。稳健投资者追求的不是高风险和一夜暴富，而是平和稳定的财富增长。

稳健投资者可以被定义为风险厌恶者，具有以下特点：①将风险视为危险；②倾向于高估风险；③喜欢较低的可变性；④倾向于悲观；⑤偏好有秩序；⑥不喜欢变化；⑦相对于不确定性更喜欢确

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定性；⑧在一个情景假想中容易朝着坏的方向进行自我暗示（强调损失的可能性）。

根据 2002 年诺贝尔经济学奖获得者卡尼曼的一个心理试验，参加实验者被要求对以下两个问题进行选择：

问题一：

1. 确定的 3000 美元收入；

2. 80%的可能会获得 4000 美元，20%的可能会获得 0 美元。

大多数人会选择第一个选项，这是一个风险厌恶者的选择，而第二个选项是风险追求者的选择。

问题二：

1. 确定的 3000 美元损失；

2. 80%的可能会损失 4000 美元，20%的可能会无损失。

此时大部分人选择第二个选项，变成了风险追求者。

损失的不确定性使一个人在面对第一个问题时表现为风险厌恶者，而面对第二个问题时则变成风险追求者；在两种情况下，人们都不愿意放弃已有的或肯定会有的财富。在面对确定和不确定的收益之间进行选择时，通常选择金额确定但相对较小的收益，而在金额确定但相对较小的损失和金额较大但可能发生也可能不发生的损失之间，还是愿意承担较大损失的风险而不是较小的确定的损失风险。

几乎所有的研究文献都认为，绝大多数投资者都是风险厌恶者，属于稳健投资者这一类型。现实中我们能够发现有些稳健投资者愿意接受很高的风险，这可能是因为他们不能正确评估风险的真实程度，也可能是因为他们虽然对分析进行了正确的评估，却觉得风险

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在自己的承受范围之内，这将导致原本厌恶风险的投资者在不知不觉中步入了风险。由于不同的风险偏好者在资产管理中将会选择不同的投资方式和投资理念，本书将在稳健投资者这一前提界定下，讨论相应的资产配置问题研究。

五、正确的投资观

树立正确的投资观是投资的首要问题，我们根据基本面分析、技术分析和有效市场假说理论，来讨论一下稳健投资者应该选择什么样的投资观。

1. 基本面分析

基本面分析是以证券的内在价值为依据，着重对影响证券价格及其走势的各项因素的分析，以此决定投资购买何种证券及何时购买。基本分析的假设前提是：证券的价格是由其内在价值决定的，价格受政治、经济、心理等诸多因素的影响而频繁变动，很难与价值完全一致，但总是围绕价值上下波动。理性的投资者应根据证券价格与价值的关系进行投资决策。

证券基本分析有两项基本任务：一是评估证券的内在价值，为判断证券市场价格的高低确立一个参照标准；二是因素分析，试图通过对与证券价格存在逻辑联系的各种因素的分析，探索证券价格决定及其变动的内在原因，并在此基础上对证券价格的走势进行判断。

基本面分析基于磐石理论。磐石理论认为，不论是股票或房地产，每一种投资工具都有一个确定的内在标准“真实价值”，可以经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由仔细的分析目前和未来的展望而求算出。当市价跌破或涨过“真实价值”时，买进或卖出的时机就到了。理论认为，这种价格波动终究会被矫正，一定会实现均值回归的。John B. Williams 在其《投资价值理论》中提出股票的真实价值等于该股票未来所有股息的现值，该理论得到了耶鲁大学经济学家欧文·费雪的支持。投资界的内在价值分析大师本杰明·格雷厄姆和大卫·陶德所著的《证券分析》也提出，在证券价格暂时低于其内在价值时买进而高出其内在价值足够程度时卖出。“股神”巴菲特被认为是磐石理论的最佳实践者。

2. 技术分析

技术分析是指以市场行为为研究对象，以判断市场趋势并跟随趋势的周期性变化来进行股票及一切金融衍生品交易决策的方法的总和。技术分析认为市场行为包容一切信息。

技术分析的理论基础是空中楼阁理论。空中楼阁理论是美国著名经济学家凯恩斯于 1936 年提出的，他认为磐石理论涉及的工作量太大，得到的价值结果也令人怀疑，与其分析资产的“内在价值”还不如去分析大众投资者未来可能的行为模式。空中楼阁理论完全抛开股票的内在价值，强调心理构造出来的空中楼阁。投资者之所以要以一定的价格购买某种股票，是因为他相信有人将以更高的价格向他购买这种股票。至于股价的高低，这并不重要，重要的是存在更大的“笨蛋”愿以更高的价格向你购买。精明的投资者无须计算股票的内在价值，他需要做的只是抢在最大“笨蛋”之前成交，即股价达到最高点之前买进股票，而在股价达到最高点之后将其卖出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

罗伯特·席勒在其《非理性繁荣》一书中也强调了群众心理的重要性。奥斯卡·摩根斯坦与克利福·格兰治合著的《股市价格预测》指出，探寻股票的内在价值无异于水中捞月，在交换经济中，任何资产的价值都取决于真实或预期的具体交易。凯恩斯则根据空中楼阁理论获得了巨大的财富增长，被认为是现代全球宏观对冲基金经理的鼻祖。

3. 有效市场假说（EMH）

在一个理想的资本市场中，价格应该是资源分配的正确信号，如果一个市场的证券价格已经充分反映了所有可以得到的信息，则该市场就是有效的。有效市场的经济意义在于没有人能持续地获得超额利润。有效市场假说是金融理论中至关重要的一部分，许多现代金融投资理论，如 CAPM、APT 等都建立在有效市场假说的基础上。根据 EMH 理论，即使股价偏离了其基本价值，随着投资者对信息获取得越来越多并能正确理解相关信息，股价终究还会回归基本价值。在有效市场假说下，任何基本面分析和技术分析都无法“打败”市场，投资者无法获取异常收益。

由于市场并不是完全有效的，并不是所有的人都能得到同样的信息，也并不是所有的人都能及时收到信息，因此可以将有效市场分为三种类型：弱式有效市场、半强式有效市场和强式有效市场。在弱式有效市场中，资产价格充分反映与资产价格变动有关部门的历史信息，如历史价格水平、价格波动性、交易量等。弱式有效市场认为不可能通过分析过去的价格来预测股票的未来走势，也就是否定股市图表分析对预测未来的作用。半强式有效市场认为，证券价格不但反映了与资产价格变动有关部门的历史信息，还反映了所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有公众可得的信息，对于投资者而言，任何已公开的信息都不具备获利价值。强式有效市场认为无论是已公开的还是内部未公开的信息都已经充分包含在资产价格中，投资者就算挖掘到公司内部信息也无法从中获取非正常利润。有效市场假说建立在三个理论假设基础上：①理性投资者假设；②随机交易假设——由于投资者的交易是随机进行的，即使存在非理性行为也会被相互抵消，不影响证券价格；③有效套利假设——当非理性投资者犯错误时，理性套利者可以消除非理性投资者对价格的影响。

沃伦·巴菲特遵循着磐石理论从而获得了巨大的成功，凯恩斯根据空中楼阁理论同样也获得了巨大的财富增长，他们都是成功的集中投资代表人物。与此相对应的却是，众多的普通投资者无论采用哪种理论却都难以获取超越平均收益的财富增长，这也从一个侧面验证了市场的有效性，至少是半强式有效性。

4. 市场择时与股票选择

市场择时是指投资者通过对某一资产价格走势的精确分析和判断，在最佳低点位买入该项资产，等价格上涨后，在最佳高点位卖出该资产，从而获取最大利润的投机策略。纯粹的市场择时者并不关心资产本身的价值如何，只关心是否还有其他投资者愿意以更高的价格买入，投资者之所以觉得一项资产物有所值，是因为他期望能以更高的价格卖给别的投资者，只要有人肯买，任何价格都不算高。市场择时者旨在预测买卖资产的最恰当时机，他们信奉股票定价的空中楼阁理论，认为技术分析方法可以帮助投资者找到股价未来变化方向的线索。

资产选择者认为不可能准确预测短期内的资产价格走势，并且

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也不关心该资产价格的历史走势，但是认为投资者可以通过对该资产内在价值的精确评估，去寻找市场价格低于其内在价值的资产，一旦发现这样的资产后，证券选择者就会将其买入，直到该资产价格高出其内在价值足够程度时才卖出。证券选择者不预测市场买卖的时机，而是挖掘一项资产的正确价值，他们信奉基本面分析，认为市场最终一定会准确反映出资产的真实价值。

5. 基于市场择时和资产选择的投资观

基于市场择时和资产选择的投资观可以分为四种：

第一种是相信市场择时和证券选择是可行的。很多经验不足的投资者都抱有这种投资观，他们在投资前会先从众多的资产类别中精挑细选出若干只“优质”资产，然后再通过技术手段分析，选择一个合适的买点，并且在适当的时候将其卖出。如果这种投资方法可靠的话，投资者将不会担心投资失败，因为成功的市场择时避免了资产下跌的风险，而资产选择也令投资者得到了最佳的资产品种。这种投资观很容易让普通投资者接受，但是实践证明成功率很低，极不可靠，抱有此观念的投资者往往会在投资过程中全军覆没。

第二种是不相信资产选择，但认为可以预测资产价格精确走势。在这种投资观的指导下，投资者不关心资产本身的内在价值，只根据他对资产收益状况的判断，实行“低买高卖”策略，在不同的资产中来回转换。这是一种纯粹的市场择时者，也叫技术分析派，相当多的中国股民都拥有此类投资观。

第三种是不相信市场择时，但认为可以从某类资产中选出一个可能超越平均收益的优质资产，投资者通过重仓投入某一被市场低估了的资产，待其内在价值充分体现出来后再脱手，从而获取最大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益。该类投资观通常也被称为“价值投资”，是一种建立在基本面分析基础上的投资理念。

第四种是认为市场是有效的。采取此类投资观的人既不相信市场择时，也不相信资产选择，他们认为当前资产价格已经反映了所有公开可获得的相关信息。根据弱有效市场理论，投资者无法通过以往的资产价格去预测其未来的价格，资产价格变化随机游走，没有规律可言，市场择时操作是不可能。根据半强式有效理论，即便利用公开的信息，投资者也无法预测未来的资产价格，基于基本面分析的资产选择观也是没有用的。该类投资观获得了现代投资组合理论的支持，持有此类投资观的人遵循广泛分散的多等级资产投资策略，不期待获取比市场更高的收益，只在合理的资产配置前提下，根据长期战略目标适当调整组合的资产配置，令其保持固定的比例，以实现持久稳定的投资收益。

前三种投资观强调技术的重要性，认为投资技术对投资收益的影响很大，要求投资者必须掌握技术分析或者基本面分析手段，通过择时操作或者资产选择方式去战胜市场。而第四种投资观认为技术无法提高投资收益，“战胜市场”是一种不切实际的妄想，投资者只要做好合理的资产配置和再平衡，就能收获资产增长所带来的平均收益。

布林森、辛格和比鲍尔在《金融分析师杂志》发布了一项关于投资组合业绩的决定性因素研究，在对 82 家大型的、拥有投资多元化资产的美国养老基金 1977—1987 年的投资组合样本进行分析后，他们发现投资收益差异的 91.5%来自资产配置策略，而择时操作和证券挑选分别只占 1.8%和 4.6%。同样，SEI 投资公司在对 97 家大型养老基金分析后，也发现投资收益中的 87%与资产类别的选择有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关。这些数据强有力地证明了第四类投资观的重要性，说明合理的资产配置策略才是投资组合绩效的主要决定因素，这是稳健投资者应该坚定持有的投资观。

六、投资者行为控制

华尔街有句古老的格言：市场是由贪婪和恐惧两种力量推动。当投资者处于这两种情绪的左右中时，很难做出明智、正确的决策，而如果克服不了贪婪和恐惧的心理，投资者将永远无法摆脱最终的失败。投资是一件知易行难的事，多数投资者因为相信自己的判断力而购买某只股票，如果该股票上涨，会令他们认为自己更加聪明、更加具有准确的预测和判断能力，贪婪之心也会因此越发不可收拾；如果该股票下跌，则会令他们感到难过、失望，情绪变得低落，恐惧之心也会因此而逐渐加剧。实际上，如果投资者能够学会很好地控制自己的情绪，以轻松的心态面对金融市场的动荡，往往会增加其投资的成功概率。

当周围的人都丧失理智时，投资者需要保持冷静。“眼光放远，长期投资”是投资者自我控制的有效方法，放弃追逐短期暴利的念头，关注财富长期稳定的积累过程，可以排除短期资产价格波动对投资者所造成的负面心理影响，减少频繁交易次数，从而令投资者保持冷静的头脑，做出正确的决策。保持耐心，坚定资产分配及其再平衡法则的信念，相信现代投资组合理论，善于学习，始终保持开阔的视野，以一种科学的投资观统领大局。坚持投资过程的纪律性，不为暂时的利益和损失所动，持之以恒，以博取市场增长所带来的长期收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章 有用却并不枯燥的理论

“九层之台，起于累土。”想要做好投资，就应当先掌握一些必要的理论知识，最常见的理论就是基本分析理论（磐石理论）和空中楼阁理论（技术分析），这两种理论流行于市场专业人士之间，被部分机构投资者、私募基金和大多数中小投资者广泛采纳应用。

基本分析理论认为，无论是股票还是商品，都有一种被称为“内在价值”的固定基准，这种“内在价值”可以通过对股票或者商品的现状和未来的前景分析而获得。当市场价格低于（或高于）其内在价值时，就可以买入（或者卖出），因为市场价格和“内在价值”之间的差距最终会被市场纠正，这是基本分析理论的核心。美国著名经济学家、耶鲁大学教授费雪对价值投资也持赞成态度；巴菲特的老师格雷厄姆则专门写了一本关于基本分析理论的投资宝典——《证券分析》，该书已成为价值投资者必备的红宝书，而巴菲特本人则是成功利用价值投资收获巨大财富的代表人物。

空中楼阁理论认为基本分析的工作量极大，其演算结果——“内在价值”的价值也是值得怀疑的，该理论由英国著名经济学家凯恩斯首次提出。他认为职业投资者并不喜欢把全部精力花在估计“内在价值”上面，没有人能确切地知道这个“内在价值”到底是多少，投资者不需要对股票的“内在价值”进行预测，只要能抢在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公众之前预测到估值基础可能发生的变化就行。凯恩斯以心理分析代替了传统的基本分析理论。该理论认为，投资者之所以愿意为一项投资付出一定的价格，是因为他期望有人能以更高的价格购买该项投资。凯恩斯在他的《就业、利息和货币通论》中写道："如果你认为一项投资，用其未来的收益评估，价值为 30 美元，但是市场在 3 个月内对该项投资的股价仅为 20 美元，那么，你现在花 25 美元投资该股票就是愚蠢的行为。"他完全否定了基本分析理论的价值。当伦敦的基本分析理论分析师在办公室里埋头苦算时，凯恩斯每天早上用半小时的时间躺在床上就将市场搞定了，这种悠闲的投资方式替他挣了几百万英镑，他所在的剑桥国王学院的捐赠基金的价值也因此翻了 9 倍。

尽管基本分析理论和空中楼阁理论都有各自的理论支持，在实践中也存在较广泛的应用，但实际效果却很一般，除了巴菲特和凯恩斯，普通人很难利用这两种方法来击败市场，大部分人花了大量精力辛辛苦苦去研究股票走势和内在价值，却还不如傻傻持有一只指数基金收益高。而指数基金投资，不但符合现代金融学思想，而且也是巴菲特极为推崇的一种方法，本章将带领大家进入现代金融学、行为金融学以及混沌经济学殿堂，站在金融学专业的角度，从理论上来深入认清投资的本质。

一、现代金融学

金融是现代经济的核心，现代金融学理论发端于 20 世纪 50 年代，发展于 60 年代，成熟于 70 年代。1952 年马柯维茨发表的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《证券投资组合选择》一文，被认为是现代金融理论的开端。该文是他在芝加哥大学攻读博士学位时的论文，他也因此而被授予了1990年的诺贝尔经济学奖。马柯维茨曾在加州大学洛杉矶分校任教，也担任过一家对冲基金的总裁，从事货币交易。他在《证券投资组合选择》中提出了投资组合理论（MPT）。该理论从数学上论证了“将多个有风险的股票组合在一起，该组合的整体风险实际上远远低于其中任何一个单个的股票”。继马柯维茨之后，夏普、林特纳等人在一般均衡的框架下，导出了资本资产定价模型（CAPM），认为，每只证券的收益率都只与市场收益率有关。而罗斯在因素模型的基础上突破性地发展了资本资产定价模型，提出了套利定价理论（APT）。萨缪尔森、法玛等人提出了有效市场假说理论，认为一个有效市场中的价格反映了关于资产的所有信息。投资组合理论和资本资产定价模型、套利定价理论以及有效市场假说构成了现代金融学的重要基石，了解它们，可以让普通投资者站在巨人的肩膀上眺望资本市场，让普通投资者也能拥有超越机构的眼界和胸怀。

1. 收益和风险

收益和风险是金融学的基本概念，也是投资者在进入资本市场前必须了解的基本知识，只有清楚地认识收益和风险，学会选择合理的收益、规划好正确的风险控制方法，才有可能获取长期稳定的投资回报。

收益是指与投资有关的利益，在任何投资计划中，收益都是最终的目标。计算持有期收益率时，可以用以下公式来计算：

持有期收益率＝（收入+资本利得）/购买价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于投资的未来收益并不确定，为了便于比较和决策，人们引入预期收益率的概念，其计算公式如下：

$$预期收益率\ E(R_i)=\sum_{i=1}^{n}R_i prob(i)$$

其中，$E(R_i)$ 为预期收益率，R_i是第 i 期的收益率，$prob(i)$ 为观测到特定收益 R_i 的概率。如果所有观测值都相等，则可以将其简化为：

$$预期收益率\ E(R_i)=\frac{1}{n}\sum_{i=1}^{n}R_i$$

风险可以理解为未来事件的不确定性，该不确定性可以由方差、变准差和变异系数来衡量。方差描述一组数据偏离其平均值的大小，方差越大，这组数据就越离散，数据的波动也越大，不确定性及风险也越大。对方差开平方就能得到标准差（σ），公式如下：

$$\sigma^2=\frac{1}{n}\sum_{i=1}^{n}(X_i-\bar{X})^2$$

变异系数（CV）可以让人们在两个具有不同收益率和标准差的投资方案中做出最佳选择，其计算公式如下：

$$变异系数(CV)=标准差/预期收益率=\frac{\sigma_i}{E(R_i)}$$

变异系数越小，投资项目越优。如果有两个投资项目 A 和 B，A 的预期收益率为 10%，标准差为 3%；B 的预期收益率为 12%，标准差为 4%。根据变异系数计算公式可以得出：

$CV_A=0.03/0.1=0.3$

$CV_B=0.04/0.12=0.3333$

$CV_A<CV_B$，所以项目 A 要优于项目 B。

投资者放弃当前的消费而转向投资某个项目时，希望将来所得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到的货币总量的实际购买力要大于当前所投入的货币总量的实际购买力，因此，投资者的整个投资收益应该包括三部分：投资期货币的时间价值、预期通货膨胀率和风险报酬。这三部分统称为必要收益率。

2. 投资组合

现代投资组合理论之父哈里·马柯维茨指出，一个投资者同时在许多证券上投资，应该选择在一定风险水平下达到最大收益和在一定收益水平下具有最小风险的投资组合。马柯维茨把证券的收益率看作一个随机变量，而收益定义为这个随机变量的均值（数学期望），风险则定义为这个随机变量的标准差。如果把各证券的投资比例看作变量，问题就归结为怎样使证券组合的收益最大、风险最小的数学规划。

投资组合的预期收益是其各证券预期收益的加权平均值：

投资组合的预期收益 $E(Rp)=\sum_{i=1}^{n}[X_iE(R_i)]$

其中，$E(Rp)$ 为投资组合的预期收益，X_i 为证券 i 的投资在组合中所占的比例，且

$$\sum_{i=1}^{n}X_i=1$$

投资组合的风险不是其组合中各证券方差的简单的线性组合，但它与各证券的方差和证券之间的相关程度都有关系。在一个由 n 种证券组成的投资组合里，其方差的计算公式如下：

$$\sigma_p^2=\sum_{i=1}^{n}\sum_{j=1}^{n}X_iX_j\rho_{ij}\sigma_i\sigma_j$$

其中，ρ_{ij} 为证券 i 和证券 j 的相关系数。

含两种证券（假设为股票 A 和股票 B）的投资组合的方差为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$\sigma_p^2 = x_A^2\sigma_A^2 + x_B^2\sigma_B^2 + 2x_A x_B \rho_{AB}\sigma_A\sigma_B$$

在一个含有两种证券的投资组合中，一些特殊组合会导致可能存在的最小方差，这种组合被称为最小方差投资组合。要找出这种组合，首先需要对方差等式求一阶导数，然后令其等于0，再解出所求变量（某只证券的比例）的值。

股票A的最小方差投资组合计算公式为

$$x_A = \frac{\sigma_B^2 - \sigma_A\sigma_B\rho_{AB}}{\sigma_A^2 + \sigma_B^2 - 2\sigma_A\sigma_B\rho_{AB}}$$

协方差是两个证券的回报同时变化测度，如果协方差为正，则两个证券的回报朝同一方向变化；如果协方差为负，则两个证券的回报朝反方向变化。两个证券的协方差是它们各自到平均值的期望离差的乘积：

$$\sigma_{ij} = E\{[R_i - E(R_i)][R_j - E(R_j)]\}$$

协方差能够反映两只证券是正相关还是负相关，但无法反映证券间相关性的大小，相关系数则可以弥补协方差的不足。两只证券的相关系数等于协方差除以两个标准差之积：

$$\rho_{ij} = \frac{\sigma_{ij}}{\sigma_i\sigma_j}$$

如果两只证券完全正相关，其相关系数为1；如果完全负相关，则相关系数为-1。我们将在后面为大家介绍如何用EXCEL函数计算相关系数。

马柯维茨模型运用了所有两两统计量的全协方差矩阵，对于含有50只证券的组合，需要计算（50^2-50）/2=1225个协方差和50个方差。如果存在一个拥有上千只股票的投资基金，这种计算将是一项十分艰巨的任务。为了简化协方差的计算，我们可以使用单指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数模型来完成这个任务，通过把两只证券和一个单一的基准指数进行比较，从而了解这两只证券相互之间可能的联系。在此引入一个β系数，我们可以把β系数看作一只证券怎样随整个市场而波动的测度：如果β值大于1，这只证券的价格波动趋向大于市场平均值；如果β值小于1，说明这只证券的价格波动小于市场平均值。

单个证券的β系数是市场收益的方差及这只证券和市场收益的协方差的函数：

$$\beta_i = \frac{COV(R_i, R_m)}{\sigma_m^2}$$

其中，R_m是市场指数的收益率，R_i是证券i的收益率，σ_m^2是市场指数的方差。

只要我们知道市场指数收益率的方差和投资组合中各成分的β值，就能计算出投资组合的方差。由于不用计算两两配对的协方差，含有50只证券的投资组合只要计算50个β值而不是1225个协方差。

而一个投资组合的β值就是该组合中各证券β值的加权平均：

$$\beta_p = \sum_{i=1}^{n} X_i \beta_i$$

投资组合的方差：$\sigma_p^2 = \beta_p^2 \sigma_m^2 + \sigma_{ep}^2 \approx \beta_p^2 \sigma_m^2$

其中，σ_{ep}^2是投资组合误差项的方差，该项目用以衡量非系统风险，当一项投资组合中的证券超过20只，其非系统风险就已经变得很小，而在一个合理分散化的投资组合里，非系统风险可以忽略不计。埃文斯和阿彻的一项研究成果表明，随着投资组合规模的扩大，总风险平均来说是下降的，降到一定程度后，新增加一只证券带来的风险边际递减率就很小了；当没有了进一步分散化收益后，剩余的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险就是纯粹的系统风险。而在一个过大规模的投资组合中，相关的交易成本则会超过分散化带来的好处。

3. 资本资产定价模型（CAPM）和套利定价理论（APT）

在马柯维茨的证券投资组合理论的基础上，美国经济学家夏普、约翰·林特纳与简·莫辛提出了资本资产定价模型（CAPM）。该模型认为每只证券的收益率都只与市场收益率有关，其主要特点是一种资产的预期回报可以用这种资产的风险的相对测度 β 值来衡量。资本资产定价模型的本质是投资者承担的系统风险越高，可获得的预期收益越大。

资本资产定价模型：$E(R_i) = R_f + \beta_i[E(R_m) - R_f]$

其中，$E(R_i)$ 为证券 i 的预期收益率，R_f 为无风险利率，β_i 为证券 i 的 β 值。

资本资产定价模型说明了一只特定股票的超额收益与 β 值及下一期市场的预期超额收益有着直接的联系。CAPM 和未来的预期有关，该模型的基本假设如下：

（1）收益方差和平均收益是所有投资者都关心的；

（2）投资者是价格接收者，他们不能单独影响市场；

（3）所有投资者都能平等地、无成本地获取有关信息；

（4）无税收和交易成本；

（5）投资者只能预测下一期的情况；

（6）所有投资者都能同样熟练地分析证券并解释有关信息。

资本资产定价模型作为一种均衡定价行为模型在测量系统风险、证券估价等方面得到了广泛应用，但是该模型将所有证券价格变化的可能仅归结于系统风险，其本身并不完美。斯蒂芬·罗斯于 1976

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年提出了套利定价理论（APT），该理论建立在比资本资产定价模型更少也更合理的假设之上。APT 认为，影响某项资产价格的宏观因素很多，如果用因素风险补偿的变动来代表某种宏观经济因素相对于其预期值的变动，则第 i 项资产的预期收益就是

$$E(R_i) = R_f + \beta_i[E(R_F) - R_f]$$

这是套利定价理论的单因素模型，它假定影响股票收益的风险因素只有一个，而实际上利率波动、通货膨胀、GNP 等多种因素都能影响股票风险，因此我们可以推导出多因素套利定价理论模型：

$$E(R_i) = R_f + \beta_{i1}[E(R_{F1}) - R_f] + \cdots + \beta_{ik}[E(R_{Fk}) - R_f]$$

资本资产定价模型中的 β 系数能告诉投资者风险的大小，但不能说明风险的来源，而在套利定价理论中，证券风险由多个因素共同解释；资本资产定价模型假定了投资者为风险回避者，而套利定价理论并没有对投资者的风险偏好做出规定。资本资产定价模型和套利定价理论是互补的而不是相互竞争的。

4. 有效市场假说（EMH）

有效市场假说在现代金融学中具有重要的位置，它为股票价格的形成机制和期望收益率变动构造了一个科学严密的模式。市场有效性理论也是金融市场的微观经济基础。一般认为，市场有效性理论起源于法国经济学家 Bachelier 在 1900 年的论文。而萨缪尔森在 1965 年发表的《合理预期价格涨落的证明》一文，再次强化了证券价格的随机性，他认为在一个信息畅通的市场上，如果价格变化能完全反映所有市场参与者的期望和所拥有的信息，那么价格就是无法预测的。1970 年，尤金·法玛将有效市场假说概括为“证券价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

充分反映全部可得的信息”。如果有效市场假说成立，市场价格就是对证券内在价值的最佳体现，投资者利用已有信息无法获得超额收益。证券价格是随机游走的。而后，理性主义各学派对市场有效性的前提进行了更符合现实的修订，在假定市场存在不完全信息、信息不对称、流动性交易成本、价格发现风险和不是所有市场参与者都是理性人的条件下，有效市场是指市场价格反映信息的充分程度将达到按信息行动的边际收益等于收集信息的边际成本加上按信息行动的边际成本之和。能否取得超额收益是检验市场是否有效的主要依据。

有效市场假说认为股价会反映所有的相关信息，就算股价偏离基本价值，也是因为信息不对称或对信息的理解有误，随着时间的流逝，股价也会回归基本价值。有效市场假说认为无论机构还是个人投资者，都不能持续获得超过市场水平的回报。法玛把有效市场分为三种类型：

弱有效市场是最低层次的市场有效性。资产价格充分地反映了与资产价格变动有关的历史信息，对投资者而言，无论借助于何种分析工作，都无法获得超额收益。

半强式有效市场是指任何历史信息和已公开信息都已经充分地反映在资产价格中，对资产价格不再有任何影响，投资者利用已公开信息无法获取超额收益。

强有效市场是市场有效性的最高层次，它表明所有与资产定价有关的信息，不管是历史信息、已公开信息还是内部的未公开信息都已经充分地反映在资产价格中，任何人都无法通过这些信息获得超额收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、行为金融学

现代金融学理论建立在投资者行为完全理性的前提下，通过多年的发展已经形成了一套缜密的科学化理论体系，但理论上的东西，跟市场并不总是完全一致。2000 年的科技股泡沫爆裂后，只用了半年多的时间，纳斯达克指数就跌掉了 70%；2008 年金融危机时，美国股市跌了将近 50%；2015 年 6 月，中国股市 20 多天就跌掉了 35%。这种完全非理性的行为，让人对现代金融学理论产生了怀疑，因为现代金融学无法解释证券价格的过度波动问题。因此，有经济学家指出，在现实的金融市场中，并不是所有的参与者都能满足"理性人"这一假设。人类先天的心智模式和后天的知识储备、信息获取使得人类的理性是不完全的，人类认知的局限决定了很多非理性行为在市场上大量出现。实证研究表明，在不确定情况下，人们的行为、态度、偏好等并非完全理性，而只具有有限理性。行为金融学理论注重对个体行为的研究，注重对现实世界的研究，认为市场上的经济行为是人与人之间相互作用的过程。行为金融学理论广泛地吸收了现代心理学的研究成果，通过研究投资者的实际决策行为来解释金融市场的实际运行机制，从认知心理学和情绪心理学两个方面来解释股价和投资者行为异常现象，为金融研究提供了新的方法和思路。

1951 年，Burrel 教授发表了《投资战略的实验方法的可能性研究》，首次将心理学引入经济学中来解释金融现象，开拓了应用实验将投资模型与人的心理行为特征相结合的金融新领域。1972 年，俄

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

勒冈大学的 Paul Slovic 教授和 Bauman 教授的《人类决策的心理学研究》为行为金融学理论做出了开创性的贡献。1979 年，普林斯顿大学的卡尼曼教授和斯坦福大学的托夫尔基教授发表了《预期理论：风险决策分析》，该理论以更加贴近现实的假设，动摇了现代金融学的期望效用理论，为行为金融学奠定了坚实的理论基础。卡尼曼教授也由此获得了 2002 年诺贝尔经济学奖。2000 年 3 月，耶鲁大学教授席勒在《非理性繁荣》一书中，从行为金融学的角度对美国股市的泡沫进行了分析，他把美国股市形容为"一场非理性的、自我驱动的、自我膨胀的泡沫"，而该书出版后仅一个月，纳斯达克指数由 5000 多点跌至 3000 多点，席勒教授用清晰完整的行为金融学理论准确地预测了股灾的发生，是行为金融学在实践运用中的一次巨大胜利。

1. 预期理论

预期理论是描述投资者在不确定条件下如何做出决策的理论，由卡尼曼和托夫尔斯基在 1976 年提出，该理论一方面继承了传统金融理论关于投资者具有根据成本收益采取效用最大化的倾向，另一方面又提出了由于有限理性的存在，投资者无法在每种情况下都能清楚地计算收益和风险概率，投资者的选择往往会受到个人偏好和习惯的影响，其决策也存在着不确定性。

非贝叶斯法则的预期。贝叶斯法则是概率论里的一个概念，是说当分析样本接近总样本时，样本中事件发生的概率将接近总体中事件发生的概率。但投资者面对不确定情况进行预期时，通常会出现非贝叶斯法则行为，会把小样本中的概率分布当作总体的概率分布，夸大了小样本的代表性，犯了"小数法则偏差"。以投硬币为例，如果连续出现多次正面时，人们总是认为接下来出现反面的概率很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大，从而在主观上对已发生的小样本事件进行错误估计。

框架效应。投资者在面对决策时，会受到问题的框架方式影响。问题以何种形式呈现在投资者面前，在一定程度上会影响到投资者对风险的态度。当面对确定性收益和风险收益时，投资者会选择确定性收益，呈现出对风险的规避；当面对确定性损失和风险损失时，投资者会选择风险损失，呈现出对风险的偏好。

2. 行为资产定价模型（BAPM）

行为资产定价模型将投资者分为信息交易者和噪声交易者。信息交易者是传统的资本资产定价模型下的投资者，具有完全理性特点，不会犯认知错误，不会出现系统偏；噪声交易者只是根据自己的情绪进行交易，对资产回报时而高估时而低估，经常会犯认知错误。两类投资者根据各自的交易理念进行交易，他们的行为共同决定了资产价格。信息交易者是理性投资者，不愿意承担过多的噪声交易风险；而噪声交易者通过制造风险，可以获得比理性投资者更高的回报。

3. 行为资产组合理论（BPT）

1999 年，哈林·谢夫林和迈尔·斯德特曼提出了行为金融组合理论。马柯维茨的投资组合理论把资产看作一个整体，在构建资产组合时只考虑不同证券之间的协方差，并假设投资者始终都是风险厌恶者。而行为资产组合理论则构建一个金字塔形层状结构的资产组合，每一层都对应着投资者特定的投资目的和风险特性，忽视了各层之间的相关性。金字塔的最底层配置了最安全的资产，有更高收益和风险的资产被配置到较高一层，最高层可以配置风险最高的资产用于进攻性投资。这样，投资于最底层的资产能够防止资产价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格全部跌光，投资于更高层次的资金则可以用来博取更多的财富，这符合人们既要避免亏损又想变得富有的心态。这样的资产组合也可以分散风险，但只是投资目标的分散，而不是严格意义上的有效分散。

4. 套利限制

有效市场理论认为，理性投资者能够正确评估证券价格，如果证券价格偏离过大，市场上就会出现套利行为——做空价格过高的证券、做多价格过低的证券，从而将偏离过大的证券价格纠正过来，恢复市场效率。但行为金融学认为，套利行为并不总是有效，市场上存在着一些重要的限制性因素，阻止偏离的价格回到正常轨道，这种限制性因素主要有三种。首先，如果非理性行为的力量足够大，理性交易者将无力纠偏证券价格，此时非理性交易者的力量控制了整个市场，证券价格会一直远离均衡价格；其次，市场有时候缺乏足够多的头寸让理性投资者来纠偏价格，融券行为不能得到保障。中国A股市场股指期货长期贴水，其中就有理性投资者难以融券的因素，以至于贴水现象无法消除。另外，两只完全相同的股票在不同的市场交易，其价格可能也会长期不一致，但由于市场不能连通，套利行为也无法对其进行纠偏。

5. 过度自信

心理学家发现，人们在不确定条件下做判断时，通常会对自己的能力过于自信，高估自己的知识，夸大自己控制事情的能力。过度自信来源于知识幻觉。知识幻觉是指投资者会相信随着信息量的增加，他们预测的准确度也会增加，但实际却并非如此。过度自信的倾向在投资者中表现得尤为强烈。不管是理性投资者还是非理性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者，都认为自己掌握了一定的信息和一定的专业知识，面对投资决策的时候，过于相信自己的判断力。他们夸大了自己的技能技巧，否认机会和运气的作用。

过度自信往往导致过度交易。在一个理性市场中，理性投资者不会情愿购买另外一个理性投资者抛出的证券，所以交易量会很低，但在现实中的证券市场里，交易量却远远超过了基于理性调整所需的量。投资者的过度自信会使他们高估自己的能力和他们的私人信息，由此引起投资者之间的意见分歧，从而出现过度交易，大大增加了投资者的交易成本。有调查表明，散户的交易非常频繁，但他们卖出的股票却往往比他们买进的股票要好。

6. 事后聪明与投资分散不足

投资者倾向于在事后夸大他们事前信念与事件信息的相似程度，使人们误认为预测实际上是一件很容易的事。事后聪明往往会令人产生骄傲或者后悔等情绪：如果骄傲，很可能会导致投资者在错误的时候买进股票；如果后悔，可能会导致投资者在错误的时候卖掉股票。市场上最典型的例子就是，每天开盘后的交易时间里，股票走势如何谁也不知道，都在猜测可能会怎么样，一到收盘，涨跌已定后，就会有大量的分析师来解释今天为什么会涨、为什么会跌，颇有“事后诸葛亮”的味道。

投资分散不足是指投资者在选择投资组合时，其投资分散度大大低于传统投资组合模型所要求的分散程度，人们会更多投资自己熟悉的股票，少投资或不投资那些不明确股票，这表现出投资者对不确定性的厌恶，在面对投资选择时会倾向于已知概率而趋避不确定的概率。之所以这样做，是因为人们不喜欢不明确、不熟悉的情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

况，从而导致投资分散不足，而传统的投资组合理论是不考虑投资者决策时的信心的。

7. 羊群效应

有效市场假说认为投资者是理性的，但行为金融学家认为，由于掌握的信息不同和受心理因素影响，投资者会产生认知偏差和情绪偏差，群里的个体有时候会相互影响，在投资过程中倾向于追随大众观点和舆论，从而导致他们在某段时间内买入和卖出相同的股票，这就是羊群效应。羊群效应的疯狂过程会以“正反馈”的形式进行自我升级，最初的股票上涨带动很多的人买股票，这使股票价格进一步上涨，从而诱使越来越多的人群参与进来。羊群效应可以使投资者行为在获得成功的时候得到强化，失败的时候得到一些安慰。

羊群效应也分理性和非理性。理性的羊群效应认为，由于信息获取的困难、行为主体的激励因素以及支付外部性的存在，使羊群效应成为行为主体的最优策略，理性的羊群效应有利于投资者做出正确的选择。非理性的羊群效应认为行为主体只会盲目地相互模仿，忽视了理性分析的重要性，加剧了证券市场的波动，容易引发投机和市场泡沫。

8. 错误估计投资期限和风险承受力

投资者往往会高估他们的投资期限，许多人原打算投资 10~20 年的资产，却很可能因为赚得太多，在一年内就将它们全部卖掉；也有人会低估他们的投资期限，原本界定为 1~2 年的投资，因为套牢的缘故而持有 5 年甚至更长的时间。在资产收益形势好的时候，投资者会高估自己的风险承受能力，而到了资产收益严重下滑时，投资者才发现自己无法面对负收益所带来的压力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9. 前景理论

1979 年，卡尼曼和托夫尔斯基在心理学调查的基础上，提出了前景理论。传统的金融学模型，都假设个人做出的决策建立在决策选择对个人最终财富可能产生何等影响的基础之上，前景理论认为人们的选择是他们为得与失、损与益赋予的价值所驱动，相对于合乎意愿的收益而言，等值损失被认为是令人厌恶的。卡尼曼指出，如果一个赌局胜了可以赢 100 元，输了要亏 100 元，尽管非常公平，但多数人也是不愿意参与的；但如果这个赌局胜了可以赢250 元，输了仍然只亏 100 元，大部分人就愿意参与了。这表现出人们对损失的极度厌恶。

10. 确认偏差

确认偏差是指一旦人们形成一个信念较强的假设，他们就会有意识地寻找各种证据来证明这个信念是正确的，忘记那些不利于该信念的证据。确认偏差会使投资者坚持错误的交易策略，如果没有非常有力的证据出现，他们不会改变既定的信念。在一个牛气冲天的股票市场里，投资者往往会搜寻一切有利于牛市的证据，来支持自己买入股票；而当股票进入惶恐性下跌后，投资者又会放弃一切利好消息，转而关注一切利空消息，以此证明自己最初的信念。

三、混沌经济学

1. 蝴蝶效应和混沌理论

1961 年冬季的一天，美国麻省理工学院教授、混沌学开创人之一的爱德华·洛伦茨（E. Lorenz）在皇家麦克比型计算机上进行了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个关于天气预报的计算。为了考察一个很长的序列，他走了一条捷径，没有令计算机从头运行，而是从中途开始。他把上次的输出直接打入作为计算的初值，然后他穿过大厅下楼，去喝咖啡。一小时后，他回来时发生了出乎意料的事，他发现天气变化与上一次的模式迅速偏离，得到的数据与上一次的数据完全不同，在短时间内，相似性完全消失了。后来，洛伦茨反复计算了好多次，发现初始数据输入的细微差异可能很快成为输出的巨大差别：初始值的微小变化，会随着时间增加而被指数放大，最终得到一个完全不同的结果，这种现象被称为对初始条件的敏感依赖性。由此，洛伦茨意识到，气象预报的初始条件，是由极不稳定的环球的大气流所决定，所以长时期的气象现象不可能被准确无误地预报到。

1972 年 12 月 29 日，爱德华·洛伦茨在美国科学发展学会第 139 次会议上发表了题为“蝴蝶效应”的论文，提出了一个貌似荒谬的论断：在巴西，一只蝴蝶翅膀的拍打，能在美国得克萨斯州产生一场龙卷风，并由此提出了天气的不可准确预报性。

爱德华·洛伦茨说，一只南美洲亚马孙河流域热带雨林中的蝴蝶，偶尔扇动几下翅膀，可能在两周后会在美国得克萨斯州引起一场龙卷风。其原因在于：蝴蝶翅膀的运动，导致其身边的空气系统发生了变化，并引起微弱气流的产生，而微弱气流的产生又会引起它四周空气或其他系统产生相应的变化，由此引起连锁反应，最终导致其他系统的极大变化。洛伦茨把这种现象戏称作“蝴蝶效应”，一件表面上看来毫无关系、非常微小的事情，可能带来巨大的改变，这和中国成语“失之毫厘，谬以千里”意义相同。

蝴蝶效应是描述混沌理论最生动的例子。根据牛顿理论，20 世

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纪60年代之前，人们仍普遍认为，确定性系统的行为是完全确定的、可以预言的。不确定性行为只会产生在随机系统里。然而，近30年来的研究成果表明，绝大多数确定性系统都会发生奇怪的、复杂的、随机的行为。随着对这类现象的深入了解，人们与古代混沌概念相联系，就把确定性系统的这类复杂随机行为称为混沌。人们可从两方面来理解混沌的特性：一是确定性系统的内在随机性现象；二是对初始条件的敏感性。1975年，由李天岩和他的导师Yorke在题为"周期3蕴涵混沌"的论文中提出了Li-Yorke定理，从此定理出发，形成了混沌的专门定义。

混沌学研究从早期探索到重大突破，到20世纪70年代以后形成世界性研究热潮，其涉及的领域包括数学、物理学、生物学、气象学、工程学和经济学等众多学科；其研究的成果，不只是增添了一个新的现代科学学科分支，而且几乎渗透和影响着现代科学的整个学科体系。混沌学的研究是现代科学发展的新篇章，是继量子力学和相对论以后20世纪最有影响的科学理论之一。

2. 混沌经济学

混沌经济学（Chaotic Economics），是通过分析经济系统的动态行为，以期产生新的经济概念、新的经济思想、新的经济分析方法，得到新的经济规律的一门新兴交叉科学。1982年6月和1983年5月美国经济学家德依（Day R.）发表的《非规则增长周期》《经典增长中显现的混沌》完成了混沌经济学理论上、实验上的突破，以1987年"黑色星期一"为契机，混沌经济学形成了一股不小的研究热潮，使其开始步入主流经济学的领地。1985年，巴雷特、陈平、索耶斯等也都在各种市场经济数据中找到了混沌吸引子。陈平从货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

币指数中首先发现经济混沌，并找到了描写经济混沌的方程。他指出，经济混沌的本质是大群粒子的集合群运动，与布朗运动理论中把股市中的人看成一个单粒子有本质区别。

美国全球投资管理企业 Pan Agora 资产管理公司的系统资产分配首席投资战略家和投资官埃德加 E. 彼得斯（Edgar E. Peters）根据混沌理论，著述了《资本市场的混沌与秩序》《分形市场分析——将混沌理论应用到投资与经济理论上》和《复杂性、风险与金融市场》，探讨了混沌理论在金融领域中的应用，呈现了金融世界的非线性动力学本质，为重新认识资本市场开辟了全新的道路。

混沌经济学假设关系是非线性的，它认为经济系统所呈现的短期不规则涨落并非外部随机冲击的结果，而是由系统内部的机制所引起的。经济系统中时间不可逆、多重因果反馈环及不确定性的存在使经济系统本身处于一个不均匀的时空中，具有极为复杂的非线性特征。

混沌经济学的时间概念是时间具有不可逆性。它认为系统的演化具有累进特征（积累效应），时间之矢是永远向上的。随着时间的演进，系统总是不断地具有新的性态，绝不重复，原因与结果之间的联系并非唯一确定的，是一种循环因果关系。因此，混沌经济学的一个核心命题是“对初始条件的敏感依赖性”（也称“蝴蝶效应”）。用通俗的语言来说，混沌系统像一个放大装置，可以将初始条件带进的差异迅速放大，最终将真实状态掩盖，从而实质上导致长期演变轨道的不可预测性。

混沌经济学的方法论是集体（整体）主义，即“理论必须根植于不可再分的个人集团的行为”。在混沌经济学看来，经济系统由数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以百万计的个体和组织的相互作用所决定，而每一个个体和组织又涉及数以千计的商品和数以万计的生产过程，因此，个体行为并非是一种孤立的存在，仅仅完备地认识个体的行为并不能使我们掌握整个经济系统的演化状态。运用整体主义的方法论，混沌经济学在经济增长、经济波动、股市涨落、厂商行为、汇率浮动等领域进行探索，得出了经济波动源于经济系统的内生机制而非随机震荡、非均衡是经济系统的常态、杂乱无章的经济现象背后隐藏着良好的结构而非随机状态等一系列在新古典个人主义方法论下所无法得到的、更符合现实的结果。

3. 分形市场假说

"混沌"并不是混乱无序的状态，而是一种更高层次的有序。混沌系统可以产生看上去随机但实际上却并非真正随机的结果。混沌是决定论的，是由确定性的非线性系统产生的，其本质上是因果性的。非线性系统往往具有一种叫作"自相似"的统计特征，也就是说系统在不同尺度上具有相同的统计性质（整体与局部的相似性）。Mandelbrot 提出了分形理论来描述这种特征。

对于传统金融学的有效市场假说，混沌经济学认为不能很好地描述真实的资本市场，而分形理论更符合市场的特征，因此用"分形市场假说"（Fractal Market Hypothesis，FMH）作为有效市场假说的替代品。FMH 重点分析了市场的流动性和投资期限对投资者行为的影响，对市场崩溃等现象能够做出比较合理的解释。

分形市场假说的主要论点如下：

（1）当市场是由各种投资期限的投资者组成时，市场是稳定的。在一个稳定的市场中，足够的流动性可以保证证券的正常交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（2）按信息集对基本分析和技术分析来讲，短期影响比长期影响要大。随着投资期限的增大，更长期的基本面分析更加重要。因此，价格的变化可能只反映了信息对相应投资期限的影响。

（3）当某一事件的出现使基础分析的有效性值得怀疑时，长期投资者或者停止入市操作或者基于短期信息进行买卖。当所有投资期限都缩小为同一种投资水平时，市场就会动荡不定，因为没有长期投资者为短期投资者提供这种流动性来稳定市场。

（4）价格是短期技术分析和长期基础分析的综合反应。因此，短期价格变化的波动性更大，或者说“噪声更多”。而市场的潜在趋势反映了基于经济环境变化而变化的预期收益。

（5）如果某种证券与经济周期无关，那么它本身就不存在长期趋势。此时，交易行为、市场流动性和短期信息将占主导地位。

与有效市场假说观点不同的是，分形市场假说认为信息的重要性是按照不同投资期限的投资者来判断的。由于不同投资者对信息的判断不同，所以信息的传播不是均匀扩散的。在任一时点，价格并没有反映所有已获得的信息，而只是反映了与投资期限相对应的信息的重要性。

分形市场假说和有效市场假说观点对比如下：

表 2-1　分形市场假说和有效市场假说的观点对比

特征	有效市场理论	分形市场理论
市场特性	线性孤立系统	非线性、开放、耗散系统
均衡状态	均衡	允许非均衡
系统复杂性	简单系统	具有分形、混沌等特性的复杂系统
反馈机制	无反馈	正反馈
对信息的反应	线性因果关系	非线性因果关系

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

特征	有效市场理论	分形市场理论
收益序列	白噪声、不相关	分数噪声、长记忆（对于初始值敏感）
价格序列	布朗运动（H=0.5）	分数布朗运动（H∈［0.5，1））
可预测性	不可预测	提供了一个预测的新方法
波动有序性	无序	有序

四、几个有用的公式

前面介绍了金融学的一些基本理论知识，这些知识对投资实践未必有立竿见影的功效，却能起到潜移默化的作用。通过长期的理论指导和实践修正，我们将会发现深厚的理论功底在投资中不可或缺。接下来笔者要介绍几个有用的公式，这些公式属于学了就能用的东西，也是投资者必须掌握的基本知识。

1. 单利计算

银行存款是单利，国债是单利，信托也是单利。单利的计算方法很简单：

单利利息=本金×利率×存款年限

以银行3年期存款为例，利率2.75%，假设存入10万元：

单利利息=100000×2.75%×3=8250元

10万元存3年，最终得到8250元利息。

2. 复利计算

复利计算一般用于投资中，需要进行“利滚利”的计算，复利的计算方法稍微复杂点：

复利利息=本金×（1+利率）^{存款年限}−本金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以银行 3 年期存款为例，利率 2.75%，假设存入 10 万元：

复利利息 = 100000× $(1+2.75\%)^3$ − 100000 = 8479 元

相同利率和时间下，复利比单利利息要高。

3. 银行零存整取计算方法

零存整取是常用的一种理财方法，适合于收入不高的工薪阶层，每个月都要存入一笔固定金额的存款，到期一起提取，相当于强制存款。

零存整取的计算公式如下：

零存整取利息 = 月存金额×累计月积数×月利率

其中，累计月积数 = （存入次数+1） ÷2×存入次数

月利率 = 年利率÷12

假设每月存入 1000 元，共存 3 年，零存整取利息 2.9%，利息计算如下：

累计月积数 = （3×12+1） ÷2× （3×12） = 666

月利率 = 2.9%÷12 = 0.2416%

利息 = 1000×666×0.2416% = 1609.1 元

4. 基金定投计算方法

基金定投和银行零存整取相似，都是在固定间隔时间投入固定的一笔钱，若干年后再支取。二者不同之处在于：基金定投计算的是复利，零存整取计算的是单利。基金定投计算比较复杂，需要用的终值公式，手工很难计算，好在我们可以利用 EXCEL 的强大公式功能，让计算机帮我们算。

微软的 EXCEL 里面有一个计算终值的 FV 函数。

FV （rate，nper，pmt，pv，type）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

各个参数的含义如下：

rate 为各期利率，是一固定值。

nper 为总投资期。

pmt 为每月投入金额，其数值在整个投资期内保持不变。

pv 为现值，也就是初始本金，是投资者初始投入的一笔金额；如果初始没有投资，该值为 0。

type 为数字 0 或 1，用以指定各期的付款时间是在期初还是在期末，如果是在期末则其值为 0。

假如我们给孩子建一个 30 年的创业基金，初始投入 10 万元，而后每个月投资 2000 元，利率 13.7%，30 年后能得到多少钱？我们把数据代入函数：

FV（1.14%，360，-2000，-10000，0）= 10801011

30 年后，我们连本带利总共可以收到 1000 多万元。

5. 相关性分析

微软的 EXCEL 里面有一个 CORREL 函数，用来计算两个不同事物之间的相关系数，比如说，黄金和股票之间的相关系数，或者股票和房地产之间的相关系数等。相关系数用来衡量两种不同类型资产收益之间的相关程度：当两种资产完全正相关时，其相关系数为 1；当两种资产完全负相关时，其相关系数为-1；当两种资产完全不相关时，其相关系数为 0。相关系数的意义在于通过寻找两种投资相互之间具有稳定的低相关性或负相关性的成对资产，投资者可以得到一个波动降低了并且收益稳定的资产组合。相关性概念对大类资产配置很重要，将相关性小的品种纳入资产配置中，整体的投资组合效用会更高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

CORREL 函数如下：

CORREL（array1，array2），其中 array1 为第一组数值单元格区域，array2 为第二组数值单元格区域。

我们用中证 500 股指期货、沪深 300 股指期货和 10 年期国债期货的走势来计算一下三者之间的相关系数。

表 2-2 期指和期债的相关系数

中证 500 股指期货			沪深 300 股指期货			10 年期国债期货		
日期	IC 价格	增长率	日期	IF 价格	增长率	日期	期债价格	增长率
2016-02-19	5767	1.77%	2016-02-19	2980	2.08%	2016-02-19	99.765	-0.070%
2016-02-22	5869	-0.41%	2016-02-22	3042	-0.66%	2016-02-22	99.695	-0.090%
2016-02-23	5845	0.62%	2016-02-23	3022	0.56%	2016-02-23	99.605	-0.095%
2016-02-24	5881	-8.84%	2016-02-24	3039	-6.32%	2016-02-24	99.51	-0.166%
2016-02-25	5361	1.04%	2016-02-25	2847	1.16%	2016-02-25	99.345	0.075%
2016-02-26	5417	-6.31%	2016-02-26	2880	-3.16%	2016-02-26	99.42	0.040%
2016-02-29	5075	3.00%	2016-02-29	2789	2.69%	2016-02-29	99.46	-0.075%
2016-03-01	5227	6.89%	2016-03-01	2864	5.06%	2016-03-01	99.385	-0.252%
2016-03-02	5587	0.29%	2016-03-02	3009	-0.03%	2016-03-02	99.135	-0.177%
2016-03-03	5603	-2.69%	2016-03-03	3008	1.46%	2016-03-03	99.96	0.126%
2016-03-04	5452	2.62%	2016-03-04	3052	1.02%	2016-03-04	99.085	-0.395%
2016-03-07	5595	1.18%	2016-03-07	3083	-0.26%	2016-03-07	98.695	0.126%
2016-03-08	5661	-2.84%	2016-03-08	3075	-1.92%	2016-03-08	98.82	0.318%
2016-03-09	5500	-1.89%	2016-03-09	3016	-1.09%	2016-03-09	99.135	0.287%
2016-03-10	5396	0.32%	2016-03-10	2983	0.10%	2016-03-10	99.42	0.371%

分别将表 2-2 中的“增长率”数据代入 CORREL 函数，可以计算出中证 500 股指期货和沪深 300 股指期货之间的相关性高达 0.924；而中证 500 股指期货和 10 年期国债期货的相关性仅为 -0.292。这说明，用国债期货和中证 500 股指期货进行资产配置，能够得到极佳的效果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6. 夏普比率

夏普比率（Sharpe Ratio）是一个可以同时对收益与风险加以综合考虑的经典指标之一。投资中有一个常规的特点，即投资标的的预期报酬越高，投资人所能忍受的波动风险越高；反之，预期报酬越低，投资人所能忍受的波动风险也越低。所以，理性的投资人往往会在固定所能承受的风险下，追求最大的报酬；或在固定的预期报酬下，追求最低的风险。夏普比率就是衡量这一风险的重要指标，同样条件下，夏普比率越高越好。

夏普比率=（投资组合的预期报酬率-无风险利率）/投资组合的标准差

其中，可以用国债或者货币基金收益率来代表无风险利率。

假设有两只基金 A 和 B，基金 A 的年平均净值增长率为 20%，标准差为 10%，基金 B 的年平均净值增长率为 15%，标准差为 5%，年平均无风险利率为 5%，那么，基金 A 和基金 B 的夏普比率分别为 1.5 和 2。依据夏普比率，基金 B 的风险调整收益要好于基金 A。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章　赚钱的资产有哪些

生活中，我们能称之为“资产”的东西很多，房子、车子、金银珠宝、名贵手表是资产，股票、存款、理财产品也是资产，这么多资产，我们应该如何选择呢？站在资产配置的角度，我们首先要明确的一点是，只有能够带来现金流入的资产，才是有价值的；不能带来现金流入的资产就是不良资产。对照这个标准看，毫无疑问，车子就不是一个好的资产，因为买入车子后，它不但无法给你带来现金流入，反而你每月都要消耗大量的资金在车辆使用和维护保养上，它只是一个消费品。那么，金银珠宝和名贵手表呢？虽然不需要在这些资产上消耗太多的资金，但它们也不是好资产。首先，它们不能给投资者带来现金流入；其次，很难有一个标准来判断这类资产值多少钱，同时也缺乏一个有效的市场来对它们进行合理的交易，变现时交易价格往往很不稳定，一般要大大低于市场价才能卖掉。所以，这样的资产也不是我们想要配置的。

那么，什么才是我们眼中理想的资产呢？

站在大类资产配置的角度，结合中国资本市场的实际，我们认为股票、债券、商品、房地产、绝对收益和现金是当前比较务实的资产选择。通过对这几类资产进行正确的配置，可以实现较好的资产增值。接下来，我们对这些资产逐一进行详细的分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、股票类资产

股票是股份公司发行的可以证明股东在公司中拥有所有者权益的一种股权凭证，是一种能够给持有者带来收益的有价证券，是资本市场上重要的金融工具。投资者通过证券市场公开交易股票所有权，从而获取上市公司的利润分成和股票买卖所带来的绝对收益。根据上市公司的规模，股票可以分为大盘股、中盘股和小盘股。按照公司风格，股票可以分为价值型、成长型和均衡型。按照投资方式，股票可分为直接投资和间接投资，直接投资是指投资者直接购买并持有股票，间接投资是指投资者通过基金方式间接投资股票资产；基金投资方式可以分为开放式、封闭式和指数基金投资。按照衍生工具可以分为认股权证、股票期权、股指期货。

影响股票价格变动的因素有几大方面：

（1）宏观经济方面包括经济增长、经济周期、利率、货币供应量、财政收支、投资与消费、物价、国际收支及汇率等。2006 年，中国 A 股市场大幅上扬，除了股改因素外，国际收支顺差、人民币汇率走高也是主要因素。

（2）政治因素包括战争、国家政权更替、国际政治影响变化；自然因素主要指自然灾害。

（3）行业因素包括行业寿命周期、行业循环景气等因素。行业寿命周期主要指从开创到衰落的全过程；行业循环景气变动同整个经济变动一样，直接影响股价变动。

（4）公司基本面包括自身的经营状况及发展前景，直接影响该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司股票价格，如公司利润、股息红利发放、股票分割等。

（5）心理因素是指投资者心理状况对股票价格的影响。行为金融学中的羊群效应就是一个典型，当投资者缺乏预期判断能力时，跟风买进或抛售股票就会产生股价的暴涨或暴跌。

对于普通的个人投资者，也可以通过基金的方式来间接享受股票增长所带来的收益。基金是一种利益共享、风险共担的集合证券投资方式，通过发行国国内基金单位，集中投资者的资金，在基金托管人的托管下，由资金管理人管理和运作资金，从事股票、债券等金融工具投资。基金的优点在于：组合投资，分散风险；专家理财，省心省事；流动性强，易于变现。通过对大盘、中盘、小盘基金，成长、价值、平衡型基金以及指数和封闭基金的配置，投资者很容易就能获得一个简单并且适用的资产组合。

还有一种特殊的股票叫"优先股"（preference share or preferred stock），和普通股不一样，该股股东不具备参与经营公司的权力，没有投票表决权，也没有被选举权，但在利润分红及剩余财产分配的权利方面，优先股股东优先于普通股股东；优先股股东不能退股，也不能交易，只能通过事先约定好的赎回条款被公司赎回。对投资者而言，优先股的主要意义在于能够获得稳定的股息收益率，这个收益率是预先订好的，能给投资者提供较为强大的现金流入，在这个方面和债券很像。优先股是股神巴菲特最钟爱的投资标的之一，在 2008 年国际金融危机时，他出手投资高盛和通用电气，分别得到了股息率为 10%的优先股。

股票收益的标准差较大，在任何一个年份里都有可能得到负的实际收益，高风险股票可能会遭受 50%甚至更高的损失。较高的波

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动风险是股票投资的最大缺点，但从长期来看，股票是对抗通货膨胀的最好资产之一，1971—2001 年的 30 年间，美国标准普尔 500 指数的年增长率达到 12.3%，远远高于固定收益证券的回报，其标准差为 16.5%。

二、债券类资产

债券类资产包括国债、企业债、金融债和可转债等，持券人按照约定可以在特定的时间内取得固定的收益并预先知道取得收益的数量和时间。国债由政府发行，是国家为筹措资金而向投资者出具的书面借款凭证，其信誉度非常高，有“金边债券”之称，适合稳健型投资者投资，主要有凭证式和记账式国债两种：凭证式国债可记名、可挂失但不能上市流通；记账式国债可以上市流通，收益性略好于凭证式国债。企业债是由国内具有法人资格的企业为筹集生产与建设资金，依照法定程序发行，约定在一定期限内还本付息的债务凭证。金融债是指由金融机构发行的债券，在欧美国家，金融债也属于企业债。可转债是一种被赋予了股票转换权的公司债券，发行公司事先规定债权人可以选择有利时机，按发行时规定的条件把其债券转换成发行公司的普通股票。可转债持有人进可攻、退可守，既可以选择持有至债券到期，要求公司还本付息，也可以选择在约定的时间内转换成股票，享受股利分配或资本增值。可转债具备一定的股票属性：在没有转成股票前，它是债券，享受固定利息，到期收回本金；一旦触发转股条件，就能以约定的价格（比当前市价要低）换购成股票，直接享受股票增值带来的收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券可以提供稳定的收益流和相对可预测的收益，有助于抵消预期的债务影响，其收益的标准差大约只有股票类资产的一半。债券收益的相关性与股票和房地产收益的相关性较小，当经济发展状况不佳、企业盈利能力难以令人满意、股市楼市下跌时，固定收益证券可以成为一种有效的防御性工具，并能减少资产组合的不稳定性；但在通货膨胀严重时，债券类资产可能会丧失相当大的购买力。此外，利率的提高也会降低债券类资产的价值。

三、商品类资产

商品类资产大致可以分为两类：第一类包括能源（原油、汽油）、基金属（铜、铝、锌、锡）、贵金属（黄金、白银）等供应相对固定且不易灭失的产品；第二类包括谷物（玉米、大豆和小麦）、软性商品（咖啡、白糖、棉花等）、活畜（活牛、瘦肉猪）等容易腐蚀、可以消费并容易受天气影响的产品。商品类资产分为现货交易和期货交易。在现货交易中，投资者需要具备企业法人资格，而在期货交易中，投资者可以是个人也可以是机构投资者。商品资产具有较好的抵御通货膨胀功能，并且不同的商品间也有着较低的相关性。

从美国商品研究署总收益指数的数据上看，1971 年到 2001 年间，商品收益的年收益为 7.5%，与股票的相关性为 0.03，与固定收益证券的相关性为-0.17，由此可见，商品资产在投资组合中能起到较好的分散风险作用，降低组合的总体波动。由于商品资产的复杂性、专业性及交易门槛等因素，财富水平较低的投资者并不适宜将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其纳入自己的投资组合中，但对于一个处于财富增长阶段的投资者，商品资产的配置可以令其投资充分分散化，降低组合风险。国际上最著名的商品指数是CRB指数，我国的文华商品指数则可以较好地反映国内商品市场的走势。

四、房地产类资产

房地产是中国16年来走势最强的资产，在这16年里，如果不投资买房，其他任何实业、股票还是信托，都远远地跑输房地产收益，而且，在可预计的未来，房地产投资仍将领跑其他资产。房地产类资产可以分为三种：居民房地产、商用房地产和房地产投资信托基金（REITs）。目前，在中国只有前两种类别的资产，还没有真正意义上的房地产投资信托基金，但从发展的角度看，REITs在可预见的将来会成为一项重要的投资资产。投资居民和商用房地产时，通常需要较高的初始资金门槛，但是投资者可以利用按揭贷款的杠杆效应以30%的首付款来获取整个资产的占有权，并且，在房价下跌时，投资者不需要像股票市场上的买空者那样追加保证金。房地产投资信托基金的形式同现有的股票型基金类似，基金管理人将众多投资者的资金集合起来购置物业或者向物业投资者放贷，赚取的利润和遭遇的风险再由各投资者按照出资比例分摊。REITs根据投资对象的不同分为三类：①资产类，投资并拥有房地产，主要收入来源于房地产的租金；②抵押类，投资房地产抵押贷款，收益来源于贷款利息，投资基金本身不拥有房地产；③混合类，既从事房地产抵押贷款又拥有房地产。相对于居民和商用房地产投资，REITs

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具有投资门槛低、流动性强、分散化房产组合、收益高等特点，在中国拥有很好的前景。

房地产类资产投资的主要风险是通货紧缩。在经济形势较差时，资产泡沫的破裂将直接导致投资人收益下降，甚至为负增长，而居民房地产和商用房地产流动性差、交易成本高，抛售时的价格缩水也会严重影响整个投资收益。但是房地产投资的抗通货膨胀能力非常强，在通货膨胀时，无论是房屋租金还是房价都可能上涨，从而有效地防护了通货膨胀对投资者财富的侵蚀。从 2001 年前 30 年的数据上看，美国房地产投资信托基金的年收益增长率为 12.5%，标准差为 16.9%，无论是在收益上还是在波动上都与标准普尔 500 指数相当，其收益的相关性与股票只有 0.54，相关程度较低。由此可见，房地产投资与股票投资的组合可以在更大程度上实现风险的分散化。

五、绝对收益

绝对收益追求的是通过采用与传统的共同基金不同的投资管理技巧，来获得积极的回报，该投资技巧往往包括卖空交易、期货、期权、衍生品、套利、杠杆和其他非传统资产。绝对收益的另外一个名称也叫对冲基金。对冲基金（Hedge Fund），最早是指“风险对冲过的基金”，是投资者通过利用期货、期权等金融衍生工具及相关的股票进行风险对冲的一种投资基金，是一种私募的集合投资工具。随着金融市场的不断发展，现在的对冲基金已经失去了风险对冲的本质，成为基于最新投资理论和复杂的金融市场操作技巧，利用各种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融工具的杠杆效应，在承担高风险的同时获取高收益的投资基金。对冲基金主要包括以下几大类：事件驱动型基金——投资于发生特殊情形或是重大重组的公司，如发生分拆、收购、合并、破产重组、财务重组、资产重组或是股票回购等行为的公司；套利型基金——对特定领域如可转换债券、封闭基金等产品进行对冲套利操作；多空基金——注重最大化投资选择的成果和改变多空仓比例以实现设定的市场风险承受度；全球宏观基金——不进行任何对冲，通过对宏观经济的预测及特殊事件对市场走势的影响，采用杠杆交易来获取超额收益，如索罗斯的量子基金。

根据 HFRI（对冲基金研究公司）基金加权综合对冲基金指数的数据显示，从 1990 年到 2001 年间，对冲基金的年收益增长率达到了 15.9%，而标准差只有 11.6%，比标准普尔 500 指数还要低，相对于收益而言，对冲基金的波动并不算大。对冲基金与股票市场的相关性在 0.7 左右，与私募股权收益的相关性要更低些，但是由于不同类型的对冲基金之间相关性通常也很低，所以采用多种对冲基金的组合投资方式可能会显著降低整体组合的波动性。

六、现金类资产

现金类资产可以分为现金资产和现金等价物两大类。现金资产包括货币、活期和定期存折、存款单、货币市场基金和短期银行理财产品。现金等价物虽不是现金，但其支付能力却与现金差不多，可以视为准现金。现金等价物应同时具备四个条件：持有的期限短、流动性强、易于转换为已知金额现金、价值变动风险很小。对于个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人投资者而言，短期国债和三个月内即将到期的债券均可视为现金等价物。现金类资产的优点在于流动性强，易于支取，能够为投资者捕捉未来的投资机会提供有力的支撑。现金类资产的标准差小，价格波动风险很低，与股票资产和房地产收益的相关性都很小（最近20年的美国现金等价物资产数据显示其相关程度为负），但缺乏抵抗通货膨胀风险的能力，会削弱持有者的购买力。

当投资类资产价格持续上升时，现金类资产通常会被投资者忽视，从而将过大比例的金额放置于非现金类资产上，然而当这些资产的投资收益下降时，现金类资产则会突显其重要的防御性功能，成为投资者资金链中至关重要的一个环节。此时，现金类资产的多少往往可以决定投资理财的成败，所以它是整个资产类别中最敦实的一个基础环节；如果缺乏这样一个坚实的基础，投资风险无疑会增大许多。

七、其他

除了上述六大类资产外，还有一些其他资产，虽然不在我们的资产配置范畴内，但作为一般性的了解，还是有意义的。

1. 黄金

黄金是一种稀有金属，除了用作首饰收藏外，各国中央银行都将其作为国际储备的一部分。当外汇风险出现时，中央银行就增加黄金储备，以防范金融危机的出现。目前，在我国投资黄金的主要方式包括：购买实物黄金（金条、金币）、投资纸黄金、黄金期权和黄金公司股票。投资黄金的收益率并不算高，根据 Handy & Harman

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金条现货价格指数，在1981年到2001年的20年间，黄金的收益增长率仅为-4.5%，与标准普尔500指数年收益的相关性只有-0.04，与其他资产类别之间的相关性也非常低。在金融和政治形势长期稳定的情况下，黄金的价格波动区间会很小，属于保守型投资资产，但因为其具有抵御恶性通货膨胀、金融市场动荡和货币体制崩溃的能力，被投资者看作一种保险保障和避风港，在分散投资组合风险时具有重要地位。

2. 外汇类资产

外汇就是以外国货币表示的能用于国际结算的支付手段。根据《中华人民共和国外汇管理条例》规定，外汇是指外国货币、外币支付凭证、外币有价证券、特别提款权、欧洲货币单位和其他外币计值的资产。截至2016年9月，我国外汇储备已经超过3.16万亿美元。外汇类资产的管理不能简单地等同于“外汇买卖”，因为汇率变动是一国最难预测的宏观经济指标之一，要想通过外汇买卖来获得持续的盈利极为困难。对于大部分普通投资者，简单的“炒汇”行为没有任何投资价值。从个人理财的角度看，外汇资产投资是将个人财富配置在能够带来外汇现金流或者位于境外资产上的投资行为，投资者利用手中持有的外币，购买外国的股票、债券、房地产乃至收购一家企业，从地域上最大限度地实现分散风险的目的。外汇投资是投资者全球资产战略配置的一个重要组成部分，在很大程度上同一种产业的跨国多元化通常比一国之内的跨行业多元化更能有效地降低风险。虽然目前中国股市和楼市处于高涨阶段，但如此巨幅上涨终究会有一个尽头，而投资外汇类资产，可以让本国投资者接触到不同地理环境和经济周期的海外资产，可以减少整个资产组合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的波动性，获取更高的超额收益，从长远上看，不仅利于财富的保值，更利于财富的增值。国内金融机构推出的外汇投资产品分三类：外汇买卖、外汇理财产品和 QDII 产品。其中，外汇买卖本身具有对冲汇率变动的风险功能，也可以短期投机获利，但不适合长期投资；外汇理财产品投资对象单一，收益率较低；QDII 产品可以投资股权类资产，是投资者首选的投资对象。

从 1971 年到 2001 年之间的数据上看，摩根士丹利资本国际的欧澳远东指数（MSCI EAFE）的年收益为 11%，与标准普尔 500 指数的相关性只有 0.53；而 1990 年到 2001 年的数据显示，J. P. 摩根非美国政府债券指数年收益为 6.5%，与美国固定收益证券之间的相关性仅为 0.4。这些数据在一定程度上反映了海外市场资产在资产管理中的战略地位。

3. 私募股权类资产

私募股权（Private Equity）是指投资者对非上市公司进行的股权投资，该投资包括创业初期的风险投资（Venture Capital）和对成熟企业的股权投资，投资期限较长，至少为 3~5 年。投资者一般可以分为两类：金融投资者和战略投资者。前者主要关注公司的中期回报而不谋求对企业的控制权，通过上市、重组并购或者管理层收购等方式获取收益；后者则倾向于长期持有股权并希望获得一定的控制权，在投资对象和自身之间有发展战略上的考虑。私募股权可以由企业、机构和个人投资者来直接投资，但随着新《中华人民共和国合伙企业法》的施行，有限责任合伙制为私募基金提供了良好的法律依据，普通的个人投资者将来也可以通过私募基金方式间接投资不同风格、不同类型的企业股权。对于直接投资私募股权的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者而言，还要具有集中投资于特定公司的技术、企业管理技巧以及重组活动等重大事项的能力和战略眼光。

私募股权投资的收益率通常都比较高，从美国风险经济学公司1971—2001年的数据上看，私募股权投资年收益增长率为34%，几乎是股票收益的3倍，其标准差为42.1，说明波动风险也很大，但它与股票、债券和房地产等资产的相关性不大，可谓投资者整个资产组合中最佳的多元化资产之一，是个人投资者在财富积累中期必须拥有的一种资产。

4. 艺术品

艺术品类资产，是古董、珠宝、钻石、工艺品和其他收藏品等实物资产，一些相关的专业投资者声称投资此类资产的收益强于证券类资产。然而，除了少数人是抱着资产增值的态度进行投资外，更多的艺术品收藏者是为了获得高度的审美享受和个人乐趣进行投资的。艺术品投资在很长一段时间内都具有较高的收益率，梅·摩西艺术品指数显示从1971年到2001年间，艺术品收益率达到了12.2%，与股票收益的相关性只有0.03，在投资组合中能起到较好的分散风险作用。但是艺术品投资的风险也很大，由于缺乏标准化，单个的艺术品具有其独特性，并且临摹、仿制的赝品很多，使艺术品投资收益缺乏普遍性，加之艺术品的不可分割性和高昂的价格，严重限制了投资者的购买门槛。从个人理财的角度看，艺术品投资并不适合用于个人投资者的资产配置中。

不同经济周期时资产的表现情况是不同的，表3-1列举了1871年至2001年间的通货紧缩、价格稳定、适度通货膨胀和严重通货膨胀四个阶段的不同资产年收益状况（平均值）：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3-1 各类资产年收益状况比较

时期	CPI	股票	债券	现金等价物	黄金	住宅
通货紧缩	-3.3%	-3.3%	5.2%	4.8%	N/A	-0.4%
价格稳定	0.1%	20.8%	4.9%	2.7%	6.3%	4.0%
适度通货膨胀	1.7%	14.4%	5.6%	4.2%	-2.0%	6.3%
严重通货膨胀	8.3%	12.1%	3.1%	4.7%	24.8%	12.1%

通过对股票、债券、现金等价物、黄金和住宅在不同经济周期时所带来的收益状况进行比较，我们可以得出一个一般性的结论：当经济处于通货紧缩时，投资者应该增加现金等价物和债券的比重，降低股票持有量，保持正常的房地产投资比重；当经济处于价格稳定时期，投资者应该增加股票持有量，保持正常的债券和房地产投资比重，大幅度减少现金持有量；当经济处于适度通货膨胀阶段，投资者应该加大股票和房地产的投资比例，降低债券和现金等价物的持有量，减少黄金持有量；当经济处于严重通货膨胀时期，投资者应该大量增加房地产、黄金等有形资产的比重，保持正常的股票和现金等价物，减少债券的投资比重。

上面，我们按照资产类别详细列举了 10 种相关性各不相同的资产。此外，站在资产配置的角度来看，我们还可以按照不同的功能来划分资产类型：

（1）资产增值功能

股权类资产具备最好的资产增值功能，包括公开市场股票、私募股权、风险投资等。

（2）对冲宏观风险功能

宏观风险是指通货紧缩和通货膨胀的风险。为抵御通货紧缩风险，预防突发金融危机，可以配置固定收益类资产，包括高等级债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券和中长期债券；为抵御通货膨胀风险，可以配置房地产、大宗商品和通货膨胀挂钩债券。

(3) 分散化投资

从分散投资的角度看，对冲基金等另类资产能起到良好的分散风险效果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章　经济增长还是衰退

一年有四季，春夏秋冬，寒来暑往；四时有交替，花开花落，云卷云舒。大自然总在循环往复地变化，经济也不例外，同样也出现循环交替的周期。在美国200多年的经济历史中，我们可以发现经济活动总是在增长和紧缩之间持续波动，这个现象不仅发生在美国，欧洲和日本的经济历史也是循环式的发展。这种经济增长和经济收缩之间的来回波动就是经济周期。第三章里我们提到了不同经济周期时的资产表现是不同的，本章我们将深入考察经济周期的真正面貌和不同周期时的资产配置问题。

一、经济周期

1. 凯恩斯经济周期理论

英国经济学家凯恩斯在《就业、利息和货币通论》一书中指出，经济发展必然会出现一种始向上，继向下，再重新向上的周期性运动，整个周期包括繁荣、恐慌、萧条、复苏四个阶段，并具有明显的规则性，这就是经济周期。其中，“繁荣”和“恐慌”是经济周期中最重要的两个阶段。在繁荣后期，由于资本家对未来收益做乐观的预期，因而使生产成本逐渐加大或利率上涨，投资增加。这时候

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

又出现两种情况：一是劳动力和资源渐趋稀缺，价格上涨，使产品的生产成本不断增大；另一种情况是，随着生产成本增大，资本边际效率下降，利润逐渐降低。但由于资本家过于乐观，仍大量投资，而投机分子也不能对资本的未来收益做出合理的估计，乐观过度，购买过多，使资本边际效率突然崩溃。随着资本家对未来失去信心，人们的灵活偏好大增，利率上涨，结果使投资大幅度下降，于是，经济危机就来临了。经济危机后，紧随着经济萧条阶段。此阶段，资本家对未来信心不足，资本边际效率难以恢复，银行家和工商界也无力控制市场，因而投资不振，生产萎缩，就业不足，商品存货积压，经济处于不景气状态。随着资本边际效率逐渐恢复，存货逐渐被吸收，利率降低，投资逐渐增加，经济发展进入复苏阶段。此阶段资本边际效率完全恢复，投资大量增加，经济又进入繁荣阶段。

2. 基钦周期理论

基钦周期理论，由美国经济学家约瑟夫·基钦（Joseph Kitchin）于1923年在《经济因素中的周期与倾向》一文中提出，是考察资本主义经济发展中的一种历时较短的周期性经济波动而提出的理论，和存货周期有关。基钦周期主要从库存角度去研究和观察经济波动，根据美国和英国1890年到1922年的利率、物价、生产和就业等统计资料数据，他发现当库存过多时，生产商就减少生产，经济向下波动；当库存减少时，生产商又会加大生产，经济向上波动。该理论认为经济波动有大周期和小周期之分。小周期平均长度为40个月，一个大周期通常由两三个小周期构成，这种约40个月左右的周期被称为基钦周期或短周期。基钦认为经济周期实际上是人们心理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的反映，是人们心理在谨慎、乐观、贪婪和恐惧之间的转换，除非人性有个根本性的改变，否则就没有理由相信经济周期会消失。

3. 朱格拉周期理论

1862 年法国医生、经济学家克里门特·朱格拉（C. Juglar）在《论法国、英国和美国的商业危机以及发生周期》一书中首次提出，市场经济存在着 9~10 年的周期波动。这种中等长度的经济周期一般被后人称为“朱格拉周期”，也称“朱格拉中周期”。

朱格拉在研究人口、结婚、出生、死亡等统计时注意到经济事物存在着有规则的波动现象。他认为，存在着危机或恐慌并不是一种独立的现象，而是社会经济运动三个阶段中的一个，这三个阶段是繁荣、危机与萧条。三个阶段的反复出现就形成了周期现象。他又指出，危机好像疫病一样，是发达的工商业中的一种社会现象，在某种程度内这种周期波动是可以被预见或采取某种措施缓和的，但并非可以完全抑制的。他认为，政治、战争、农业歉收以及气候恶化等因素并非周期波动的主要根源，它们只能加重经济恶化的趋势。周期波动是经济自动发生的现象，与人们的行为、储蓄习惯以及他们对可利用的资本与信用的运用方式有直接联系。朱格拉周期一般从设备投资占 GDP 的比例看出，对设备投资占 GDP 的名义上的比例以及两年后的投资收益先行指数（投资收益指总资本付息前的利润率，简单地说就是从企业的收益率减掉有利息负债利息率或金融成本）进行比较，可以看出，投资收益的走势预示着设备投资占 GDP 的比例。

4. 康德拉季耶夫周期理论

1925 年，苏联经济学家康德拉季耶夫在美国发表的《经济生活

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中的长波》一文中首先提出了康德拉季耶夫周期理论。他对英、法、美等资本主义国家18世纪末到20世纪初100多年的批发价格水平、利率、工资、对外贸易等36个系列统计项目进行了分析，认为资本主义的经济发展过程可能存在三个长波：

（1）从1789年到1849年，上升部分为25年，下降部分为35年，共60年；

（2）从1849年到1896年，上升部分为24年，下降部分为23年，共47年；

（3）从1896年起，上升部分24年，1920年以后是下降趋势。

全过程为140年，包括了两个半的长周期，显示出经济发展中平均为50~60年一个周期的长期波动。康德拉季耶夫认为，生产技术的变革、战争和革命、新市场的开发、金矿的发现、黄金产量和储量的增加等因素都不是导致长波运动的根本原因。例如，新市场的扩大一般不会引起长时期的经济高涨；相反，经济高涨会使扩大新市场成为可能和必要。技术的新发现一般出现在长周期的下降阶段，这些新发现只会在下一个大的上升阶段开始时被大规模地应用。由于长周期的上升阶段在扩大经济实力方面引起了高度紧张的局势，因此，它又是挑起战争和革命的主要因素。康德拉季耶夫认为，长波产生的根源是资本主义经济实质固有的那些东西，尤其与资本积累密切相关。由于康德拉季耶夫观察到的周期比人们观察到的另外两种经济波动的周期“尤格拉周期”和“基钦周期”明显要长，所以被叫作“长波”或者“长周期”。

5. 熊彼特周期

1939年，美籍奥国经济学家约瑟夫·阿洛伊斯·熊彼特在《经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济周期》一书中提出该理论。他认为，分析经济周期可分为“纯模式”分析和“四阶段模式”分析两个步骤：前者是排除了外来因素干扰的纯理论分析，后者的分析以现实资本主义经济生活为基础。在“纯模式”分析中，熊彼特假定：在“创新”之前经济处于静态均衡，企业的支出等于收入，没有利息和利润。但是，由于经济发展中生产要素的重组，企业家为获得超额利润（新产品价格与生产要素价格之间的价值差额）而努力创新；当创新浪潮出现时，社会上对银行信用和生产资料的需求扩大，从而引起经济高涨。当创新扩展时，竞争使商品价格趋于下跌，盈利机会减少，银行信用收缩，于是经济从繁荣转入衰退。如此循环往复。

在“四阶段模式”分析中，熊彼特认为，现实资本主义经济运行中存在着“繁荣”“衰退”“萧条”和“复苏”四个阶段。创新浪潮不止一次，“第一次浪潮”中“创新”引起对生产资料需求和银行信贷的扩张，同时引起新工厂的建立和新设备的增产。这时一般又会伴随着对消费品需求的增长，在物价普遍上涨的情况下，社会出现许多投资机会，出现了投机，即“第二次浪潮”。第二次浪潮中许多投资机会与本部门的“创新”无关，信用扩张只是为一般企业和投机活动提供资金。因此，第二次浪潮中就已包含了失误和过度投资行为，并且它不可能有自动调整走向新均衡的能力。当经济中出现收缩并引起“衰退”时，不能直接导致新的均衡阶段——“萧条”，这个阶段不仅投资活动趋于消失，而且还会引起破坏。“萧条”发生后，第二次浪潮的反应逐渐消除，进入恢复调整阶段——“复苏”。从“复苏”进入“繁荣”又需有一次“创新”浪潮。熊彼特认为，创新并不是平稳进行的，同时各种创新对经济发展的影响也不一样，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因而经济周期的长短也是不一样的。

他在总结归纳前人观点的基础上，把资本主义经济发展分为三个长周期，每一个长周期包括六个中周期，每一个中周期包括三个短周期。短周期约为40个月，中周期为9~10年，长周期为48~60年。第一个长周期从18世纪80年代到1842年，是“产业革命时期”；第二个长周期从1842年到1897年，是“蒸汽和钢铁时期”；第三个长周期从1897年开始，是“电气、化学和汽车时期”。在每个长周期中仍有中等创新所引起的波动，这就形成若干个中周期。在每个中周期中还有小创新所引起的波动，形成若干个短周期，而经济增长正是由经济周期的变动实现的。

6. 哈耶克经济周期

哈耶克经济周期理论认为，资本主义经济危机是由于货币供应量过多导致消费过度并使生产资料的资本不足的周期理论。该理论由奥地利著名经济学家弗里德里希·奥古斯特·冯·哈耶克于1931年在《价格与生产》一书中提出。他认为，通过信贷市场向经济体系中注入新货币会降低利率水平，从而导致资源的错误时际配置。因为，利率降低后，投资者获得资金的成本下降了，这会使人们增加投资。在资本报酬率较高、生产周期较短的投资项目的资金得到满足之后，人们就会把钱投入生产过程较长的新增项目。这些新增项目将对应着新增发的货币，这种信贷资本结构的变化会导致经济活动的净增加，这便构成了一个繁荣的过程。但随着时间的推移，人们会发现这些还没有变成实际投资的信贷资本结构的变化和实际的资源结构是不相宜的。在进行实际投资的过程中，人们发现某些生产要素会供不应求，这些要素的价格就会上升，成本的上升会进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一步增加信贷需求。由于这些成本的增加是投资进行伊始没有考虑到的，这就必然会影响对投资利润的计算，如果此时投资者发现该项投资最终将得不偿失，他们就会撤回投资，这样做的后果是：已经投入的成本很多是不可收回的，这是一种资源的浪费，同时与这些资源相配套的就业人员也将失业，经济将陷入萧条。哈耶克认为，危机所引起的物价下跌会自动改变储蓄率下降的趋势，一旦资本供给恢复和增加，经济也就自然地走向复苏，无须国家干预。哈耶克经济周期有一个形象的比喻，他认为，人为地对货币进行刺激后的情形，必然会造成衰退，就“好像孤岛上的一个民族已经部分地建成了一台巨大的机器，这台机器可以为他们提供一切生活必需品，然后他们却发现，他们已经耗尽了全部储蓄和可以利用的闲置资本，而这台机器却根本生产不出任何产品来。他们没有别的选择，只能暂时不去考虑用这台机器，而必须投入全部劳力在没用任何资本的情况下生产每天所需的食品”。

7. 投资者眼里的经济周期

前面介绍了六个经济周期理论，都是经济学家总结归纳的学术理论，作为投资者，我们应该对这些理论有一个基本的了解，这对我们将来的投资能够起到触类旁通的作用。但由于这些理论都是建立在一个更大的宏观经济体系中，和微观的金融市场操作还是有一定的距离，加之各种理论都有自己的道理，投资者往往无从选择。所以，我们要根据经济的本质，来归纳出一个适合投资的经济周期理论。

首先，我们看看什么是经济。

经济是大量交易的总和，交易包括买方和卖方。买方通过货币

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或信贷支付给卖方，从卖方手里换取商品、服务或者金融资产。大量的买方和卖方交换同一种商品，就构成了市场。各种交易的市场集合在一起，便组成了经济。

交易中的支付，来自两种方式：货币或者信贷。如果用信用卡支付，就创造了信贷；如果用货币支付，就没有创造信贷。信贷是承诺的支付，可以跟货币一样用来购买商品，但信贷支付后，支付行为没有立即完成，而是需要等到偿还后，这笔交易才算真正完成。

整个经济的变化，取决于两大因素：①货币和信贷总量的变化；②所卖产品、服务和金融资产数量的变化。其中前者的变化比后者的变化对经济的影响要大，因为改变货币和信贷量的供应比后者要容易得多。

所以，经济周期的产生，可以看作由货币和信贷总量的变化导致的，也就是说，货币和信贷的变化，会导致经济周期的产生：信贷扩张导致经济繁荣，信贷收紧导致经济萎缩。这个观点可能更加适合投资者站在宏观的角度来审视资本市场。

根据信贷扩张和收紧情况，我们可以把经济周期分成短期债务周期和长期债务周期：短期债务周期 5~8 年，长期债务周期为 50~75 年。整个周期包括繁荣、恐慌、萧条、复苏四个阶段。

在短期债务周期中，由于货币和信贷的增长高于产量的增长，导致价格上涨，产生通货膨胀压力。中央银行为了抵抗通货膨胀，采取货币紧缩政策，减少货币和信贷投放量，进而导致经济放缓，一般会以衰退的形式出现。为了终结衰退，中央银行可以降低利率以刺激需求和信贷增长，经济就能缓慢回升。

在长期债务周期中，债务和支出的增长超过了收入及货币的增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长，当债务达到一个非常高的水平，货币政策又不能继续创造信贷增长时（利率接近零），经济就进入了去杠杆化阶段。在这个阶段里，会出现大量的债务违约和资产价格下跌，进而导致经济大萧条。

在短期债务周期里面，中央银行通过货币政策可以刺激经济回升；但在长期债务周期中，货币政策已经不起作用，只有依靠去杠杆才能消化危机。在去杠杆的过程中，可以通过债务重组、减少支出、财富再分配和债务货币化（政府购买债务，增加信贷）来减少债务比率。但债务重组和减少支出会导致通缩性萧条，而债务货币化则会导致通货膨胀性萧条，因为增长的货币会涌向抗通货膨胀资产。经济萧条时，中央银行会通过印钞购买大量的金融资产，以弥补信贷萎缩；政府也会消费更多的支出以弥补消费支出的缩减。

去杠杆的过程会比较痛苦，但这也是市场自我修复的一种方式，经过对失衡的经济局面的纠偏，可以使社会经济进入更加健康的状态。经过一段时间的修复，债务、企业成本和资产价格都会得到极大的下降，资本正常流动也得以恢复，投资活动逐渐增加，经济也会缓慢驶入正轨。

二、美林时钟

2004 年 11 月 10 日，美林证券发表了著名的研究报告《美林投资时钟》，研究了在经济的不同阶段相对应的投资策略，将经济周期与资产和行业轮动联系起来。其主要原理是根据经济增长趋势和通货膨胀趋势，将经济周期划分为衰退、复苏、过热、滞胀四个阶段，分别对应债券、股票、大宗商品和现金四大类资产。在经济周期的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不同阶段中，寻找表现最好的资产买入并持有，直到进入下一个阶段。当经济周期开始如时钟般转动时，所对应的理想资产类也开始跟随转换，故称为美林投资时钟，这是一种强者恒强的轮动思想。通过对 1973—2004 年间 30 多年的美国经济和各资产类回报的历史数据进行检验，美林证券发现美林投资时钟完美地描述了美国经济周期和资产配置轮动的准确性。

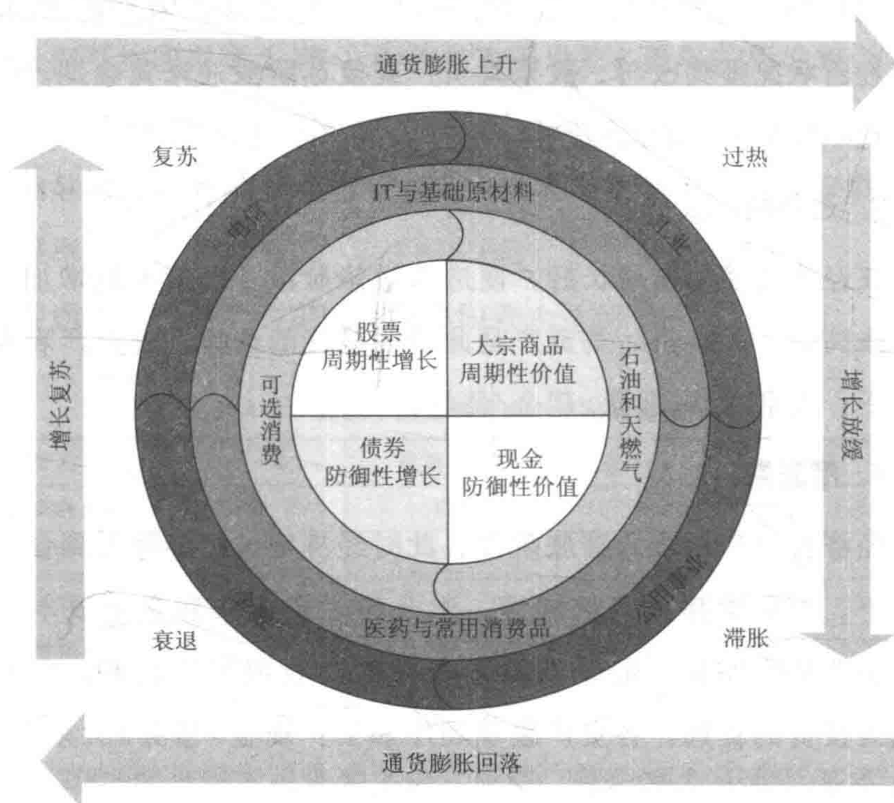


图 4-1　美林投资时钟

1. 衰退期

当经济处于衰退阶段，公司产能过剩，盈利能力下降，商品价格在去库存压力下下行，超额的生产能力和下跌的大宗商品价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

驱使通货膨胀率更低，甚至表现为通货紧缩。为提振经济，政府会实施较为宽松的货币政策并引导利率走低。在衰退阶段，债券是表现最好的资产类。各资产表现顺序如下：债券>现金>股票>大宗商品。

2. 复苏期

当经济告别衰退步入复苏阶段，经济虽然开始增长，但由于过剩产能还没有完全消化，通货膨胀程度依然较低。随着需求回暖，企业经营状况得到改善，股票类资产在复苏阶段迎来黄金期。各资产表现顺序如下：股票>债券>现金>大宗商品。

3. 过热期

在经济持续加速增长后，便进入过热阶段，产能不断增加，通货膨胀高企，大宗商品类资产是此阶段最佳的选择。各资产表现顺序如下：大宗商品>股票>现金/债券。

4. 滞胀期

经济在过热后步入滞胀阶段，此时经济增长已经降低到合理水平以下，而通货膨胀仍然继续，上升的工资成本和资金成本不断挤压企业利润空间，股票和债券在此阶段表现都比较差，现金为王成为投资的首选。各资产表现顺序如下：现金>债券>大宗商品/股票。

美林投资时钟理论为我们完整地展示了在一轮完整的经济周期中，经济从衰退逐步向复苏、过热方向循环时，债市、股市、大宗商品依次轮流领跑大类资产。因此，大类资产在经济周期中的轮动是美林投资时钟理论的核心思想。通过对 1973—2004 年美国市场数据测试，投资时钟理论发现，整体上看美国经济周期相当均匀。根

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

据不同时期的经济表现，将 1973 年 4 月到 2004 年 7 月之间的 375 个月相应地划分为经济周期四个阶段，每个阶段大约为 6 年。

再对美国几大类资产的实际回报率进行分析，可以看出：衰退阶段，债券是最佳选择，实际回报率达 9.8%，远超长期回报率 3.5%，而大宗商品表现最差；复苏期间，股票是最佳选择，每年实际收益率为 19.9%，大幅超出其长期平均回报率 6.1%，现金和大宗商品回报率不佳；过热阶段，大宗商品每年实际收益率为 19.7%，超过长期平均回报率 5.8%，而债券表现最差；滞胀阶段，现金实际回报率为-0.3%，却是所有资产里的最佳选择（由于 20 世纪 70 年代石油危机的冲击掩盖了非石油类大宗商品价格下跌，大宗商品年均回报率达到了 28.6%）。

美国几大类资产的实际回报率如表 4-1 所示：

表 4-1 美国不同周期的资产回报率比较

阶段	债券（%）	股票（%）	大宗商品（%）	现金（%）
衰退	9.8	6.4	-11.9	3.3
复苏	7	19.9	-7.9	2.1
过热	0.2	6	19.7	1.2
滞胀	-1.9	-11.7	28.6	-0.3
长期年均回报率	3.5	6.1	5.8	1.5

在 2008 年金融危机爆发之前，股票、债券和大宗商品基本上还都按照美林时钟的运行规律在走，在经济复苏和过热期间，股票、商品的表现好于债券，债券里面信用债表现好于利率债；在经济滞胀期间，“现金为王”的策略最好；在经济衰退期间，债券表现优于股票和商品，利率债优于信用债。严格按照美林时钟进行大类资产轮动，会有非常好的收益。但是，资本市场不是一成不变的，资本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是逐利的：如果某类资产存在较大的利润空间，就一定会被资金填平；同样，如果简单的大类资产轮动能够得到超额利润，就一定会被逐利资金吃光。金融危机后，国际大宗商品市场于 2008 年年底率先开启反弹模式，国际铜价和原油价格一度在 2011 年年初先后创下新高。然而伴随经济复苏趋势，大宗商品价格却逐渐开始震荡下行，即使在目前经济由复苏迈向繁荣的阶段，大宗商品价格依然低迷。在复苏阶段，大宗商品走出了与美林投资时钟理论恰恰相反的“先强后弱”模式。而股市却开启了长期反转模式，标准普尔 500 指数一路上涨，稳稳站在超过 2007 年峰值 30%的高点。然而，在金融危机中领跑的美债市场并未伴随经济步入复苏却退居二线，10 年期美债收益率在后金融危机时代从 5%持续跌至接近 1.4%的历史低位。即使在 QE 开始退出的 2014 年上半年，美债收益率也出现了 50 个基点的下滑。美国这一波长期的股债双牛格局已经成为本轮金融市场复苏的最大特点，美林投资时钟所刻画的债市—股市—大宗商品市场的轮动顺序被彻底打乱。

尽管如此，作为一种大类资产轮动的思想，美林时钟的观点还是很有意义的：它可以启发投资者在合适的阶段选择合适的资产，不仅适合机构，也适合个人投资者。回顾中国市场这么多年的历程，如果我们能够抓住股市和楼市之间的最强者进行正确切换，资产规模将会达到一个极大的增长；如果我们能在股票和债券之间找出最强的资产进行轮动，那么毫无疑问，股灾和熊市也把我们奈何不得。而这正是积极资产配置所倡导的投资理论：春种秋收。只有在经济情况利于该类资产时，我们才能去投资它，而不要在天寒地冻时播种。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、资产泡沫

早期的金融史上有三个著名的泡沫事件：17 世纪的荷兰“郁金香投机狂潮”、18 世纪的伦敦“南海泡沫”和 20 世纪初的美国“华尔街金融危机”。

1634 年，荷兰人开始对郁金香产生了非同寻常的热爱，无论是贵族、市民、农夫、工人还是佣人都不亦乐乎地参与到郁金香交易中。人们拿土地、珠宝、家具等个人财产来购买郁金香球茎，因为买入郁金香球茎会让自己变得更加富有。在“郁金香投机狂潮”的最顶峰，也就是 1637 年 1 月，郁金香球茎价格飙升了 26 倍，一个看起来极为普通的球茎，竟被炒到了相当于现在 11 万美元的价格。但在 2 月份的第一个星期里面，这个曾经“买入就让人暴富”的东西，一下就暴跌 95%，所有人都在抛售，直到最后的价格还不如一个普通洋葱贵。荷兰“郁金香泡沫”破灭的结局，引发了一场长达数年的经济萧条。

1711 年，“牛津伯爵”罗伯特·哈利创建了英国“南海公司”。他邀请持有英国国债的人将债权兑换成南海公司的股票，由于这样可以减轻政府的还债压力，英国国王为此专门授权该公司代表英国同南太平洋诸岛和南美洲开展贸易。但当时统治南美洲的西班牙人不愿意和英国进行任何贸易往来，所以南海公司实际上没有从中获利。不过，罗伯特·哈利一向擅长向大众讲述诱人的故事，1720 年 1 月，该公司通过向持股人发行南海股票，为英国政府高达 3100 万英镑的债券提供融资，这几乎是政府的全部债务，政府高兴，公众

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也喜欢。消息一出，南海公司的股票从 130 英镑一下涨到了 300 英镑。南海公司以每股 300 英镑的价格发行新股时，连国王也认购了 10 万英镑的股票。有政府支持、国王信任的南海公司股票，仅用半年多点的时间，就涨到 1000 英镑了。举国上下都成了股票批发商，证交所被民众堵得水泄不通，每个人都参与其中进行股票交易。当年 8 月，南海公司的董事和高管意识到市场上的股价与公司的实际前景之间已经没有任何关联，就将手中的股票抛售一空。公司内部人士这一缺乏信心的举动，引发了一场惶恐抛售，股价如开闸之水，一泻千里，从最高的 1000 英镑跌至 315 英镑，暴跌 68%。在“南海泡沫”中损失惨重的人中，有一个伟大的物理学家——艾萨克·牛顿，他为此惊呼道：“我可以计算天体的运动，却算不出人们的疯狂程度。”

20 世纪 20 年代，华尔街创造了金融史上一波最为壮观的经济繁荣和最为严重的经济崩溃。1927 年，英格兰银行为刺激经济降低了利率，黄金从英国流向美国。为了减缓资金外流的速度，英格兰银行说服美联储也同时降低了美国利率。在低利率的宽松环境下，道琼斯指数从 1927 年的 153 点飙升至 1929 年 10 月的 381 点，不到两年时间就攀升了 250%。大型工业公司的股价经常每天都会上涨 10%～15%，大众的投机精神和“郁金香狂热”“南海泡沫”发生时一样广泛存在，股市投机成为主流文化，人们谈论文学、谈论音乐、谈论运动、谈论美食、谈论旅游，但无论怎样，最后总会谈论到股市，空气中弥漫着乐观的情绪，财富包围着每一个人。1929 年 10 月24 日，华尔街遭遇了“黑色星期四”，股市开盘半小时后迅速下跌；11 点左右，暴跌开始，市场跌穿谷底，卖盘蜂拥而至，却

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根本见不到买盘，市场开始崩溃，当日就蒸发了40亿美元——连同数百万人的梦想都灰飞烟灭。

除了历史上比较久远的这三个泡沫事件外，21世纪的泡沫更是有过之而无不及，杀伤力之大史无前例。

2000年，美国互联网和科技股泡沫破裂，纳斯达克指数跌幅78%，蒸发了8万亿美元的市值。当时一些炙手可热的科技股，亚马逊跌98.7%，雅虎跌96.4%，北电网络跌99.7%，思科跌86.5%，之前它们都是新经济的领头羊。2007年，美国房地产泡沫破裂时，雷曼兄弟、贝尔斯登、美林、AIG等金融巨头轰然倒塌，通用汽车申请破产保护；标准普尔500指数持续暴跌，到2009年3月时跌幅达到57%。2008年，美国金融危机几乎让全世界的经济都随之崩溃，美国本身也出现了痛苦而漫长的经济衰退，其强度仅次于20世纪30年代的大萧条。

中国股市也同样不容乐观。2007年10月，中国股市升至6124的历史最高点，而后急转直下；仅10个月的时间，就跌到了1664点，跌幅高达72%，而就在指数刚到6000点时，媒体已经喊出了“沪指万点不是梦”的乐观口号；2015年6月，A股市场泡沫再次破裂，半年时间就从5178点跌至2638点，跌幅达49%，但就在当年4月，各大媒体还宣称“4000点才是A股牛市的开端”，并且重提“沪指万点不是梦”。

2013年，诺贝尔经济学奖获得者——罗伯特·席勒将泡沫定义为“价格上涨的信息刺激了投资者的热情，并且这种热情通过心理的相互影响在人与人之间逐步扩散，在此过程中，越来越多的投资者加入到推动价格上涨的投机行列，完全不考虑资产的实际价值，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而一味地沉浸在对其他投资者发迹的羡慕与赌徒般的兴奋中”。泡沫市场各不相同，却又极为相似：当一切蓄势而发时，投资者便开始一拥而上；当大众心理上升到某个未知高度时，人们又出现恐慌，急急忙忙地寻找出路。

泡沫的第一个阶段是财富转移，资本向利润率高的领域转移，如果财富转移效应很强，就会带来经济的繁荣。接着，泡沫会发展到“狂热”阶段，投机资金不断累积，大大超过实际经济所需的资金。此时，人们对未来收益的预期达到不切实际的高度，幻想未来会有无限强劲的市场表现，没有人会去考虑基本的估价标准，越来越多的人卷入到投机的洪流中，等待着迅速获利。虽然会有很多人公开提出泡沫的警告，但在价格没有达到最高点之前，任何人都想买进。最后，市场价格上涨开始变慢，直到某一事件的出现成为危机的导火索，资产价格开始急剧下跌，金融恐慌加剧，商业信心锐减，消费和投资缩减，悲观情绪蔓延，市场可能会丧失流动性，当局甚至关闭市场等待恐慌平息，中央银行可能会采取“最后贷款人”之类的措施以重建市场信心。

泡沫的上涨往往伴随着经济繁荣，而泡沫的破裂通常伴随着经济的衰退甚至是萧条。资产泡沫的破坏性是巨大的，对投资者而言，认清泡沫是至关重要的。市场总是在贪婪和恐惧中交替转换：泡沫破裂时，人们都处于极度恐惧中；泡沫吹大后，人们又极度贪婪。当周围的人都丧失理智时，我们要保持冷静；当别人恐惧时，我们要贪婪；当别人贪婪时，我们要恐惧。无论市场疯涨还是暴跌，资产价格的均值回归本质是不会变的。泡沫过大时，需要卖出手里的资产；泡沫破裂后，可以逐步低吸。经验丰富的投资者，可以学习

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特在 2008 年金融危机后的一篇文章——《购买美国，算我一个》；或者，也可通过正确的资产配置，实现大波段的高抛低吸。对大部分人来说，泡沫是可怕的金融风险；对具有良好资产配置能力的投资者而言，泡沫或许可以提供更好的盈利机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章 传统的资产配置

古犹太人在他们的智慧羊皮卷——《塔木德》中，有一句了不起的格言：每个人都应该把自己手里的钱分成三份，三分之一买地，三分之一做买卖，然后剩下的三分之一存起来。而现代投资者也有一句经常挂在嘴边的话：不要把所有的鸡蛋全都放在一个篮子里。无论是“塔木德格言”，还是“分散存放鸡蛋”的观点。都体现出一种朴素的资产配置思想，它们都考虑到了投资需要的分散化和多元化，符合现代投资组合理论和行为金融学的观点。如果把所有资金都投入到一种资产中，可能会赚很多钱，但也可能会损失很多钱，分散投资则可以帮助分担风险。但“分散存放鸡蛋”的说法，往往会误导初学者，很多经验不足的投资者以为只要手持十几只股票就是分散投资，其实不然，在系统风险的打击下，再多的股票都会灰飞烟灭。现代投资组合理论却告诉我们，分散化投资并不是简单地通过增加投资资产的数量来获得，而是配置不同相关性的资产，通过各资产部分或全部补偿对方的收益，降低整个组合的波动性，从而真正实现投资的充分分散化。相比之下，“塔木德格言”就充分地考虑到了不同资产之间的相关性，将资金分散到地产、实业和储蓄中，具有极高的抗风险能力。传统的资产配置包括被动资产配置和积极资产配置两种方式：被动资产配置对相关性较小的几种大类资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产进行不同比例的配置，通过定期的再平衡操作来实现预期的投资收益；积极资产配置是随着经济周期阶段的改变，投资者在股票、债券、商品和现金等市场上选择表现最强的资产进行轮动，以实现资产配置的最优化。

一、被动资产配置

1. 资产配置的理论依据

被动资产配置建立在马柯维茨的现代投资组合理论的基础上，根据其“均值—方差”模型，投资者可以找到一个在一定风险水平下达到最大收益或在一定收益水平下具有最小风险的投资组合，只要我们选定好不同资产类别的预期收益、风险和相关性特征后，在给定的风险水平下，就能够创造出最高收益的组合。马柯维茨把资产的收益率看作一个随机变量，而把收益定义为这个随机变量的均值（数学期望），把风险则定义为这个随机变量的标准差，如果把各资产的投资比例看作变量，那么资产配置实际上就是一个如何使该资产组合的收益最大、风险最小的数学规划了。资产配置的意义在于：一种资产的吸引力不是单纯地来源于它的潜在高收益，而是来源于它的期望受益、收益的波动性和收益与投资组合中其他资产收益的相关程度。尽管资产配置可能会导致投资者错失投资于一类或几类涨幅显著且稳定的资产类别的机会，但是合理的资产配置策略仍然可以令投资者构建一个比任何单个资产类别都强大的投资组合，以实现在更小的风险下获得更高的收益。

虽然理论上“均值—方差”模型对投资者构建资产配置有着积

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

极的作用，但实践中如果不加限制地滥用该模型则有可能会得出危险的配置方案，最严重的错误就是不恰当地运用历史数据。如果某类资产在某个时期的投资收益率极高，同时风险又非常小，并且与其他资产之间的相关性也小，如果简单地运用“均值—方差”模型，就会得出大量配置该资产的建议。但实际上历史收益、风险和相关性并不是一成不变的，随着市场结构的不断发展，有可能也会发生变化，如果投资者只盯着资产类别过去的表现，很可能会遭受巨大的财富损失。

鉴于“均值—方差”模型存在一定的局限性，我们在资产配置中需要加入自己的主观判断，在配置任何资产时，都要附加一些约束条件，从客观上限制某类资产的配置比例过大，以确保没有哪一类资产能够左右整个投资组合的收益。如果组合中有三大类资产，那么任何一种资产的比重都不要超过40%，以防过度优化导致资产超配。

除了预期收益、风险和相关性因素外，支持投资者进行资产配置的另外一个重要因素就是均值回归。资本市场总是需要调整的，从历史数据上看，虽然收益、风险和相关性都存在相当程度的不确定性，但均值回归规律就像地球引力一样，无处不在。任何资产价格高涨之后，都会回落；任何资产低迷之后，都会有一段报复性上涨。均值回归是金融市场上最强大的力量。如果资产价格趋向于均值回归，那么投资者就必须降低近期表现良好的资产的预期收益率，提高近期表现逊色的资产的收益率；如有必要，还可以卖出部分表现良好的资产，买入表现逊色的资产，从而实现阶段性的高抛低吸。

2. 资产配置的过程

现代资本市场的资产类别非常丰富，投资组合可以做到更加灵

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

活多样，资产配置方案也因人而异，投资者可以根据其投资目标、投资期限和风险承受力来选择最适合的资产配置方案。资产配置综合了不同类别资产的主要特性，确定各资产所占比例的大小可以保证资产类别的充分分散化，以防止过分集中于某一类资产上的投资，从而将投资组合的期望风险特征与投资者自身的风险承受水平相匹配，进而令投资者获取一段足够长的时间内的低风险和高回报。一个完整的资产配置过程应该包括以下几个步骤：识别并选择最合适的资产类别，决定每种资产各占多大比列，在决定好的资产类别中选择具体的投资资产，资产分配的再平衡。投资者在识别资产类别的基础上，如果没有特殊需求，应当尽可能地全面选择各类别资产，以实现被动资产配置。而在具体的资产选择上，投资者既可以采用消极的挑选方式也可以采用积极的挑选方式，前者不挑选具体资产的购买时机，后者可能会在选时上面做一定的挑选。同传统的市场择时和证券选择的“战胜市场”思想不同，资产配置的指导思想不是在同资本市场作战，而是顺势而为，通过一套完善的长期战略配置与资本市场并驾齐驱，使投资者以最小的风险去实现他们的投资目标。

3. 资产配置的再平衡

再平衡是资产分配中的一项重要步骤，由投资者监控因价格走势差异所引起的不同类别资产权重的变化，并根据情况做出卖出部分资产和买入其他资产的过程。当金融资产的价格变动过大，导致其资产的配置比例偏离目标水平时，就需要执行再平衡操作。以一个股债平衡配置组合为例，当组合中的股票价格上涨过快，其配置比例远远超过原先设定的目标值时，会导致债券资产的配置比例过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低，从而导致整个组合的预期收益和风险水平发生变化；为了使组合恢复目标配置，投资者要进行再平衡操作，卖出股票，买入债券。

再平衡理论和实践建立在均值回归和投资多样化的基本假定之上。均值回归认为资产的投资收益不会不确定地保持在一个过高或者过低的水平之上，而是随着时间的推移最终会回归到均值水平；投资多样化则可以帮助投资者在既定收益水平下降低风险或者在既定风险水平下提高收益。

再平衡策略包括三类：购买并持仓、固定结构策略再平衡和固定比例投资组合保险策略再平衡。其中，固定结构策略再平衡用于被动资产配置中，而固定比例投资组合保险策略再平衡则用于积极资产配置中。

购买并持仓策略在选择投资对象后就一直持有，不做任何修正，属于不成熟的策略。但不成熟的策略不一定就不好，大量的学术研究表明，交易次数最频繁的投资者净收益也最低。如果投资者在错误的时间卖出证券还会导致投资组合的业绩急剧下降，而简单的购买并持仓策略往往却是最有效的。对于一些高风险的投资组合而言，购买并持仓策略可以让投资者不用整天关注证券市场上价格的变化，不用每天都高度紧张地去捕捉证券价格的最高点和最低点，只要投资者始终持有该组合，证券到期后即可坐享投资收益。

固定结构策略是指投资组合中的各类证券的相对权重不随证券价格的变化而变化，各证券始终保持固定的比例。假设一个投资组合包含70%的股票和30%的债券，如果三个月后股票市值上升25%，债券市值不变，则实际的资产配置比例变为股票74.47%，债券25.53%，按照固定结构策略，投资者要抛出部分股票买入部分债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券，将比例维持到原状；如果三个月后股票市值没有上升而是下降25%，债券市值不变，则实际资产配置比例变成股票63.64%，债券36.36%，按照固定结构策略，投资者就要卖掉部分债券买入股票，将比例恢复到原有的70%股票和30%债券。表面上看固定结构策略是要求投资者买入表现差的股票和卖出表现好的股票，但实际上却是一种高抛低吸的过程，可以令投资者获得长期的投资收益。

表 5-1 固定结构策略再平衡表

日期	组合价值	股票价值	股票比例	债券价值	债券比例	投资行为
3月1日	10000	7000	70.00%	3000	30.00%	无
三个月后股票市值上升25%	11750	8750	74.47%	3000	25.53%	卖出4.47%股票买入债券
三个月后股票市值下降25%	8250	5250	63.64%	3000	36.36%	卖出6.36%债券买入股票

固定比例投资组合保险策略按照预先设立的投资公式来决定各证券所占的比例，该公式如下：

投资股票的价值=风险乘数×（投资组合的价值-最低价值）

风险乘数用来衡量固定比例投资组合保险策略的激进程度，该乘数越大表明策略越激进。假设投资组合的价值为10000元，投资决策书中规定最低价值为6600元，风险乘数为2.5，则最初的股票投资额为2.5×（10000-6600）=8500元。

如果三个月后股票上涨2.5%，则整个投资组合的价值也上涨，这就要求投资者卖出318.75元债券买入股票；如果三个月后股票下跌2.5%，则整个投资组合的价值也下跌，按照公式投资者要卖出318.75元股票买入债券。

同固定结构策略正好相反，固定比例投资组合保险策略要求投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者在股票价格上升时买入股票，而在股票价格下跌时卖出股票，但由于固定比例投资组合保险策略对股票资产上限进行动态调整，通过使用组合保险机制限定风险资产的投资比重，可以保障投资组合在期末的价值水平不低于期初的投资价值，而固定结构策略则不能保证投资组合不跌破期初的投资价值。固定比例投资组合保险策略也是保本基金普遍采用的投资策略。

表 5-2 固定比例投资组合再平衡表

日期	组合价值	股票价值	股票比例	债券价值	债券比例	期望的股票价值	投资行为
3月1日	10000	8500	85.00%	1500	15.00%	8500	无
三个月后股票市值上升 2.5%	10212.50	8712.50	85.31%	1500	14.69%	9031.25	卖出 318.75 元债券买入股票
三个月后股票市值下降 2.5%	9787.50	8287.50	84.67%	1500	15.33%	7968.75	卖出 318.75 元股票买入债券

对于被动资产配置而言，固定结构策略的再平衡活动可以在给定资产类别和既定权重条件下，提高达到长期投资目标的概率，防止投资者将财富过度集中于少数资产的财务风险。再平衡的时机很重要，如果过于频繁（每季甚至每月一次）或者过于缓慢，其收益将会受到很大损失。除了按照日历时间选择再平衡的时机外，当某项资产类别的价格出现剧烈波动而导致资产权重发生较大变化时，也可以采取相应的再平衡措施。再平衡操作需要投资者具有高度的理性，当资产价格剧烈波动，远远超过既定的配置比例时，要求投资者卖出表现最好的资产，买入表现较弱的资产，对投资者是个极大的考验，需要投资者具备巨大的勇气和坚强的毅力。如果投资者无法做到这一点，会给资产组合带来极大的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 被动资产配置的历史成绩

根据第三章中资产类别的特性分析数据，股票基金、房地产投资信托基金和商品指数基金之间存在较小的相关性，并且各自均有较好的年复利收益，因此我们可以看看一个由股票基金、商品基金和房地产投资信托基金组成的资产配置成绩如何。根据1972—1998年的27年间标准普尔500指数、房地产信托基金权益指数和高盛商品指数的年收益数据，按照每种资产各占1/3的比重原则构建一个投资组合，我们可以得到一系列收益和风险的数据，详见表5-3：

表5-3　资产收益率和标准差

	标普500指数	房地产指数	商品指数	组合
1972年	18.98%	8.01%	42.43%	23.14%
1973年	-14.66%	-15.52%	74.96%	14.93%
1974年	-26.47%	-21.40%	39.51%	-2.79%
1975年	37.20%	19.30%	-17.22%	13.09%
1976年	23.84%	47.59%	-11.92%	19.84%
1977年	-7.18%	22.42%	10.37%	8.54%
1978年	6.56%	10.34%	31.61%	16.17%
1979年	18.44%	35.86%	33.81%	29.37%
1980年	32.42%	24.37%	11.08%	22.62%
1981年	-4.91%	6%	-23.01%	-7.31%
1982年	24.41%	21.60%	11.56%	19.19%
1983年	22.51%	30.64%	16.26%	23.14%
1984年	6.27%	20.93%	1.05%	9.42%
1985年	32.16%	19.10%	10.01%	20.42%
1986年	18.47%	19.16%	2.04%	13.22%
1987年	5.23%	-3.64%	23.77%	8.45%
1988年	16.81%	13.49%	27.93%	19.41%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

	标普 500 指数	房地产指数	商品指数	组合
1989 年	31. 49%	8. 84%	38. 28%	26. 20%
1990 年	-3. 17%	-15. 35%	29. 08%	3. 52%
1991 年	30. 55%	35. 70%	-6. 13%	20. 04%
1992 年	7. 67%	14. 59%	4. 42%	8. 89%
1993 年	9. 99%	19. 65%	-12. 33%	5. 77%
1994 年	1. 31%	3. 17%	5. 29%	3. 26%
1995 年	37. 43%	15. 27%	20. 33%	24. 34%
1996 年	23. 07%	35. 27%	33. 92%	30. 75%
1997 年	33. 36%	20. 26%	-14. 07%	13. 18%
1998 年	28. 58%	-17. 50%	-35. 75%	-8. 22%
标准差	16. 74%	17. 31%	24. 25%	10. 41%
复利年收益率	13. 92%	12. 65%	10. 30%	13. 55%
1 元终值	33. 74	24. 92	14. 10	30. 87

从表 5-3 中，我们发现，投资组合的风险为 10. 41%，远低于标准普尔 500 指数的 16. 74%、房地产指数的 17. 31 %和商品指数的 24. 25%，而年收益率仅略低于标准普尔 500 指数，但是高于房地产指数和商品指数。如果按照 60%的标准普尔 500 指数、20%的房地产指数和 20%的商品指数比重原则构建组合，得到投资组合的标准差为 11. 45%，年收益率为 13. 92%，1 元终值为 33. 74，与标准普尔 500 指数的年收益率相同，但是风险却比标准普尔 500 指数要低 5. 29%。

通过对相关性不高的多个资产进行配置，我们得到了一个收益不变但风险却降低了很多的稳健型组合，这个组合无论是在收益还是在抗风险上都要优于单个资产。如果我们继续提高标准普尔 500 指数的比重，甚至可以得到一个收益大于每一种资产、风险低于每一种资产的投资组合。但因为我们追求的是一种稳健投资，继续提

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高标准普尔 500 指数的比重会导致夏普比率的下降，按照 3%的无风险利率计算，权重各占 1/3 的投资组合夏普比率为 1.01，而后一种投资组合的夏普比率则降至 0.95。

这个例子向我们高度展示了被动资产配置和再平衡策略的威力，接下来，我们继续考察另外一种资产配置策略，看看是否也能有优异的表现。

二、积极资产配置

同被动资产配置一样，积极资产配置也关注大类资产的收益率、风险和相关性，也会将有效资产选入配置池中，并赋予不同的比例；同样也会不定期调整资产配置比重，进行再平衡操作，只不过它的再平衡要求买入表现好的资产、卖出表现差的资产。在极端情况下，积极资产配置中的某一类资产可能会占据 100%权重。

被动资产配置是在基于市场有效性的基础上，认为市场比较有效，投资者不能通过已有的信息获取超额利润，但可以通过资产配置方法来获得市场平均利润。积极资产配置不认同这种投资理念，它认为市场并没有那么有效，投资者通过积极主动的努力，还是能够找到价值被低估的金矿。

积极资产配置大致可以分成两种：一是按经济周期进行资产配置；二是按不同资产最近一段时间的表现情况进行轮动。

1. 按经济周期进行的资产配置

按经济周期的不同阶段配置不同的资产，最早是由美林证券提出的，在第四章我们已经介绍过美林时钟的资产配置思想，此处简

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

单介绍一下美国著名投资大师马丁·普林格的积极资产配置思想。马丁·普林格把一个经济周期划分为六个阶段：

（1）衰退期

在这个阶段里，经济十分低迷，股票和商品期货是熊市。为了振兴经济，中央银行采取宽松刺激政策，债券处于牛市上，投资者应该持有大量债券和部分现金，回避股票和商品期货。

（2）经济见底

此时经济已经走出底部，投资者可以根据风险承受能力尽可能多地配置股票。债券依然可以继续持有，应减少现金比重，但商品期货仍然处于熊市，建议投资者远离商品期货。

（3）经济复苏期

由于经济已经开始复苏，股票和商品期货的表现都非常好，债券风险会逐渐暴露，投资者应该降低债券比重，将资产转移到股票和商品期货上，保持最低的现金储备量。

（4）经济快速增长期

此时债券进入熊市，股票和商品期货继续走牛。在这之前，投资者应该把债券和现金的比重降至最低，把大部分资产转移到股票和商品期货上来。

（5）经济增速趋缓

此时股票和商品期货继续疯长，但风险已经很大，要逐渐将其抛售出去变为现金。由于通货膨胀压力加大，债券市场的违约风险和利率上行都不支持投资者持有债券。

（6）经济见顶衰退

此时无论股票、商品期货还是债券，都处于下跌状态，只有现金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

才是最好的选择。投资者应该耐心持有现金，保持流动性，等待机会。

马丁·普林格的资产配置思想和美林时钟类似，只不过更加细化一些，优点是如果能够抓住每一个阶段的最强资产，整体收益将会得到极大的增长；但它的缺点也很明显，投资者无法确保每个资产的实际表现在相应的阶段都是最强的，并且，投资者也无法保证自己就能找到该阶段的最低点，如果做不到，这种积极的资产配置思想很容易流于纸上谈兵。

2. 按资产表现进行轮动

本质上，大类资产轮动是积极资产配置的一个极端体现。按经济周期进行的资产配置或多或少还保留部分非强势资产，但大类资产轮动完全放弃非强势资产，其思想更为极端：哪个资产最强，就把全部的头寸配置到哪个资产中去。为了避免踏空或者选错强势资产，大类资产轮动往往采取趋势分析手段来选择资产，投资者先选定几个大类资产放入资产池里，然后根据各类资产近期的表现，选择相对最强势的资产买入并持有。同时，继续观察各类资产的表现，如果资产池里出现更强势的资产，就卖掉当前持有的资产，换成更强势的资产持有；如果每个资产表现都不好，就持有现金。

在A股市场上，最有名的轮动策略叫“二八轮动”。其中的“二”，就是指20%左右的大盘股、权重股；而“八”，就是指80%左右的中小盘股，非权重股。“二八轮动”的意思就是让投资者在大盘股和小盘股之间进行轮动，抓住热点股票，博取超额利润。在实际操作中，可以选择大盘ETF和小盘ETF作为标的进行轮动，基于这个思想，市场上出现了各种各样的“二八轮动”策略，下面我来介绍一下比较有代表性的两种。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（1）沪深300指数、中证500指数和国债指数之间轮动

该策略对比当前交易日收盘数据与20个交易日前的收盘数据，选择沪深300指数和中证500指数中涨幅较大的一个，于下一个交易日收盘时切换为持有该指数；如果两个指数都下跌，则于下个交易日收盘时切换为持有国债指数。从大类资产配置的角度看，这个策略相当于股票债券配置，但不会同时持有股票和债券，任何时候都是100%持有一种资产，根据趋势进行切换。由于股票和债券的相关性不大，长期而言，股市又是向上的，所以这种策略具有一定的可操作性。

根据公开回测资料显示，从2006年1月1日到2015年12月31日，该策略10年中切换了240次，总收益35倍。10年中，3年涨幅大于100%，2年涨幅大于50%，5年涨幅小于3%，1年跌幅接近20%。年最大涨幅出现在2007年，为168%；年最大跌幅在2008年，为-18%。2015年涨幅为61%，峰值出现在2015年11月，达到41倍，单次切换最大涨幅为75%，单次切换最大跌幅为-10.5%；而在相同时间段里，沪深300指数涨幅也只有3.4倍，中证500指数涨幅为5.7倍。所以，历史上的“二八轮动”策略远远地跑赢了指数涨幅。

由于该策略属于趋势追踪策略，能够抓住牛市的大波浪，回避熊市的慢慢下跌，这是优点所在；但如果遇上了长期的震荡市，大部分时间里都会遭遇小幅亏损，净值下降，来回折磨，对人性也是极大的考验。所以，如果决定使用这个策略，那么就一定要坚持下去。这个策略的主要收益来自少数几次的大趋势，如果投资者“三天打鱼两天晒网”，不但会使收益大打折扣，甚至会导致巨大的亏损。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（2）创业板指数、黄金 ETF 和企债指数之间的轮动

沪深 300 指数和中证 500 指数之间的相关性太强，相关系数高达 92%以上，导致资产分散严重不足。而从历史表现看，创业板指数比沪深 300 指数和中证 500 指数的表现都要好，所以可以对上一个轮动策略进行改进，将沪深 300 指数和中证 500 指数换成创业板指数，把国债指数换成企业债指数，然后再加入黄金 ETF，形成股票、黄金和债券三者之间的轮动。从历史数据上看，这三者之间的相关性都比较低，符合大类资产配置的要求。

由于创业板指数和黄金 ETF 推出的时间不长，无法进行 10 年甚至更长时间的历史回测，根据网上公开资料显示，如果以 2010 年为起点进行回测，该组合年化收益率高达 42%，而沪深 300 指数、中证 500 指数和国债指数的同期年化收益率只有 29.83%；创业板、黄金和企业债组合的最大回撤为 18%，而沪深 300 指数、中证 500 指数和国债指数的最大回撤为 20%。

由此可见，从历史回测角度看，无论是收益还是波动，创业板、黄金和企业债组合都要大大优于沪深 300 指数、中证 500 指数和国债指数组合。作为积极资产配置的一种策略，尽管创业板、黄金和企业债组合在震荡市里同样存在净值损失的风险，但回测数据却仿佛告诉我们：资产相关性越小，组合的收益越高、风险越小。

积极资产配置和被动资产配置相同之处在于：二者都相信资产间的弱相关价值和均值回归理论，都需要建立一个大类资产池，在该资产池里选择合适的资产。不同之处在于：积极资产配置选择表现最强的资产进行持有，而被动资产配置根本不考虑资产强弱，选择同时持有。积极资产配置本质上是通过“追涨杀跌”来追逐优势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产，只有等到该资产表现出弱势或者其他资产表现出更强势时，才进行切换，实现“高抛低吸”，属于“右侧交易”模式，而被动资产配置认为弱势资产一定会重拾升势，应该在其还未上涨之前就买入，被动资产遵循“再平衡”操作，通过“左侧交易”模式很好地实现了“高抛低吸”。积极资产配置在大牛市中能够跟得上趋势，在大熊市中能够及时止损，只有在震荡市中会遭遇较大的损失；而被动资产配置在大牛市中会及时止盈，大熊市中不但不止损，反而会追加投资，在震荡市中能得到较好的收益。二者之间各有优缺点，具体如何选择，要看投资者的投资哲学了。

就笔者个人观点而言，笔者是被动资产配置理论的强烈支持者，对积极资产配置思想持有较大的怀疑态度。金融市场是一个相对有效的市场，想通过积极轮动的办法去战胜市场，是极其困难的。至于“二八轮动”策略，更是一个典型的“追涨杀跌”行为，非常不可取。虽然“二八轮动”在历史回测中取得了优异的表现，但投资者真要按此策略实盘操作，就是戴着“后视镜”来投资，大部分都会亏得很惨。“二八轮动”投资者的历史回测有点像寻找“永动机”。每天市场里都有人在寻找“永动机”，其实都是在浪费时间。所有发布出来的策略都是很好的，从没见过回测表现不好的（回测表现都不好，自然不会拿出来），但这些故事对过去的解释非常动听，对未来的预测几乎没用，传统金融学中的有效市场理论早已从理论和实证研究中对此加以否定了。巴菲特在 1987 年的年报中也表示“我从未见谁能够预测市场”，这种既“择时”又“择股”的策略，往往是绝大部分经验不足投资者的理想化策略。上述“二八轮动”中的两个例子，一个年复利为 35%，一个年复利为 42%，在一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个比较有效的金融市场里，运用一个如此简单、每个人都能学会的策略，如果能保持持续的高收益，每个人都能赚到钱，那么这个钱，又是谁出的呢？并且，在国内外所有公开发行的公募基金、私募基金和对冲基金中，从来没有任何一只采用这种简单策略持续盈利，“二八轮动”策略的有效性，也就可想而知了。

三、认识指数基金

1. 指数与指数化投资

指数是一个描述市场总的价格水平变化的指标，用以揭示整个市场的总体面貌。包括股票价格指数、债券价格指数、商品价格指数等。它是选取一组有代表性的股票（或者债券、商品期货），把它们的价格进行加权平均，通过一定的计算而得到的。常见的股票指数包括上证综合指数，上证 50 指数、沪深 300 指数、中证 500 指数、创业板指数等。以沪深 300 指数为例，中证指数公司从上海和深圳证券交易所挑选出了 300 只规模最大、流动性最好的股票，按照一定的权重比例，加权平均后就得了到现在的沪深 300 指数。该指数每年进行两次调整，把不合格的差股票剔除出去，再加入优秀的新股票。

指数化投资就是把构成某个指数的全部成分股全部买下，并且权重也完全一致，相当于按照指数标准买入一揽子股票。对于一般的普通投资者，直接在二级市场买一揽子股票，会存在较大的不便，如停牌股无法买入、指数调整时的管理不便等。在实际交易中，我们只要买入相应的指数基金即可。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数化投资的主要优势包括：

（1）风险相对较小。证券市场上的风险通常被划分为两大类：第一类是系统风险，即证券市场整体波动所带来的风险，综合表现为指数波动的风险；第二类风险是非系统风险，主要包含个股波动带来的风险和个股所在行业或板块波动所带来的风险。采用指数化方法构建的投资组合将只包含第一类风险，不会遭遇“黑天鹅”风险。

（2）管理费用低廉。指数基金管理人员不需要靠投入资金进行基本证券分析来区分价值被高估或低估的股票与预测股票市场的未来走势，不用频繁交易，只在指数调整时做相应的买卖。股票基金可能大部分都是1.5%，而指数基金可能只有0.5%。管理费和申购费、认购费、赎出费不是一个概念，这几个费用都是一次性的，只有在交易的时候才产生而管理费是年年都扣的。比如1.5%的管理费，无论这只基金运作情况如何，是赚是亏，都是要扣的。也就是说，如果一只基金什么股票都不买，只是现金放在那里，一年以后，净值都要跌1.5%，这是被基金公司拿去了。

（3）管理过程受人为影响小。指数基金是被动式投资，和基金经理对市场的判断没有关系。指数基金的投资管理过程主要是对相应的目标指数进行被动跟踪的过程，而不是频繁地进行主动性的投资。这样，在管理过程中就可以通过较为程序化的交易来减少人为因素的影响。

2. 普通的指数基金和ETF

市场上的指数基金分为两大类：普通的指数基金和ETF（交易所上市交易的指数基金）。二者最大的区别在于：普通的指数基金用资金进行申购和赎回，基金公司拿到投资者的资金再去股票市场上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买股票，当投资者申请赎回时，基金公司给投资者的也是现金。普通的指数基金用现金申赎的，必然要预留一部分现金以备赎回，而当申购量大的时候，新增加的现金不可能立刻就买得到指数成分股（特别是涨停的时候），这样，跟踪就难免有误差；另一方面，由于申赎是用现金，所以，买与卖就会产生交易费用。而 ETF 则不同，它要求投资者用一揽子指数成分股进行申购，当投资者需要赎回时，基金工司只要把一揽子指数成分股退给投资者即可。所以，ETF 并不存在买卖股票的交易费用，并且 ETF 的成分股在涨停时，如果投资者买不到，就要用现金替代，要比成分股现价高 10%，故 ETF 还有可能出现净值高于对应指数的现象。因此，普通的指数基金只能是近似地跟踪指数，而 ETF 能够准确地跟踪指数。

不管是普通的指数基金还是 ETF，除了采用申购赎回方式买卖外，还可以在股票市场上直接买卖。申购和赎回是投资者跟基金公司之间的交易，而在股票市场上进行的直接买卖是投资者相互之间的交易。由于 ETF 申赎对资金要求比较大，基本上是百万元起步，小资金的投资者只能在股票市场上进行买卖，这也会导致 ETF 在股票市场的价格和实际净值不同步，有时候会折价，有时候会溢价。

无论如何，ETF 都是指数投资中的最佳选择，有 ETF 就不要买普通的指数基金。ETF 适合所有的投资者操作。对于中小投资者来说，ETF 帮助他们实现了从前只有大机构才能进行的指数化投资和用组合投资以分散风险。中小投资者只需判断指数的涨跌进而决定买和卖即可，不必再为挑选个股而伤脑筋；用小额资金也可以买到包含了全部指数的样本股，从而可实现分散投资降低个股风险的目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。而且通过投资 ETF，中小投资者为投资证券市场而付出的佣金、税收费用也会大幅降低。对于机构投资者来说，投资 ETF 也可以大大降低构建证券投资组合的成本，提高资产配置的效率。机构投资者还可以通过用证券组合进行申购赎回，对 ETF 进行套利操作。

巴菲特在伯克希尔·哈撒韦公司报告中指出："成本低廉的指数基金也许是过去 40 多年里最能帮投资者赚钱的工具，但是大多数投资者却经历着从高峰到谷底的心路历程，就是因为他们没有选择既省力又省钱的指数基金。"绝大部分主动型基金的业绩不如指数基金，指数基金能够取得优于 90% 主动型股票基金的业绩，是长期投资者的良好选择。

A 股市场上有代表性的 ETF 包括：上证 50ETF、沪深 300ETF、中证 500ETF、创业板 ETF、恒指 ETF、标准普尔 500ETF、纳斯达克 100ETF、德国 30ETF、黄金 ETF、国债 ETF、城投债 ETF 和货币 ETF 等。涵盖范围包括中国 A 股市场、香港恒生指数、美国股票市场、德国股票市场、黄金市场、国债市场、城投债市场等。上述这些 ETF，是我们实现全面分散化资产配置的重要工具。

3. ETF 详解

根据指数基金成分股的不同性质，可以把 ETF 分为两大类：规模 ETF 和行业 ETF。规模 ETF 是指沪深 300ETF、中证 500ETF 等综合类指数基金；行业 ETF 只局限于某个行业指数，比如民营 ETF、国企 ETF、金融 ETF、医药 ETF 等。从大类资产配置的角度，我们不推荐使用行业 ETF，而应该选择规模 ETF，这样才能更好地全面覆盖到各类股票，降低投资风险；否则，如果一个行业出现问题，相对应的行业 ETF 就会遭受重创。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据标的资产性质的不同，可以把 ETF 分为股票 ETF、商品 ETF、债券 ETF、货币 ETF 和海外指数 ETF 等，沪深两市目前共有 140 只 ETF。按照资产配置的理念，投资者应当尽可能广泛地覆盖市场上已有的大类资产 ETF，也就是说，一个不加选择的资产配置方案，至少应该包括股票 ETF、商品 ETF、债券 ETF、货币 ETF 和房地产投资信托基金。由于我国目前还没有真正意义上的房地产投资信托基金，所以本章就不对房地产基金进行过多的讨论了。下面按照大类资产顺序，对相关的 ETF 做进一步研究。

（1）股票 ETF

在中国 A 股市场上，相对于其他类型的 ETF，股票 ETF 无论从数量上还是从规模上，都占据绝对优势，但真正值得纳入资产配置的却并不多，这里我们只对主要股票 ETF 做一个简单介绍。

①上证 50ETF。上证 50ETF 是沪深两市中最大盘的 ETF，拥有上海证券市场规模大、流动性好的最具代表性的 50 只股票，能够综合反映上海证券市场最具市场影响力的一批龙头企业的整体状况，是超级大盘股的集合。上证 50ETF 总盘子 300 多亿元，成交量也大，相对来说，它上涨慢，下跌也不剧烈，在股票 ETF 里面，是非常稳定的投资标的，基金代码 510050。

上证 50ETF 对应的股指期货是上证 50 股指期货（即 IH）。

②沪深 300ETF。沪深 300ETF 是比较中庸的一个指数基金，涵盖沪深两市大中小盘，具有较强的代表性。一般而言，这种规模的 ETF 收益超过大盘 ETF，风险低于小盘 ETF。现有的沪深 300ETF 至少有 2 只，建议选择 510300，盘子大，200 多亿元，单日成交量最高时超过 300 亿元，熊市最低迷的时候也能有 2 亿~3 亿元的成交，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流动性很好。

沪深300ETF对应的股指期货是沪深300股指期货（即IF）。

③中证500ETF。中证500ETF是小盘ETF的代表，代码510500，是沪深两市中小盘优质股票的集合，总盘子200多亿元，每日成交以亿元计算。因为是中小盘ETF，涨跌幅都会大大超越上证50ETF和沪深300ETF。从长期持有的角度看，这是一个优秀的ETF，相对来说，其风险大，收益也大。

中证500ETF对应的股指期货是中证500股指期货（即IC）。

上述三只股票ETF是投资者在做资产配置时应该首先考虑的。

此外，深交所还有几个不错的ETF可以考虑：

①深圳100ETF，代码159901，相当于深圳的中盘ETF，也是比较早的ETF，长期表现很优秀；

②中小板ETF，代码159902，深圳市场的中小盘ETF，长期表现优秀；

③创业板ETF，代码159915，这个无须多说，收益可能是所有ETF里面表现最好的，有“神创”之称，适合高风险投资者。

另外，还有几只跟踪规模指数的上交所ETF，但由于成交量低，不适合资金量较大的投资者购买。

①上证180ETF，跟踪上海中盘股票，属于中盘ETF。

②上证380ETF，跟踪上海小盘股票，属于小盘ETF。

上述ETF为国内有代表性的规模ETF，投资者可以根据自己的风险偏好来选择。作为资产配置，只要引入适当比例的ETF，收益自然就会提高了，这是一种被动投资手段。选择被动投资，投资者会感觉非常舒服。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（2）债券 ETF

整个沪深市场上，跟踪指数的债券 ETF 有 511010 国债 ETF、511220 城投债 ETF、159926 国债 ETF 和 511210 企债 ETF 四只，其中 159926 和 511210 成交量太小，投资者可以忽略，重点考虑前面两只债券 ETF 就可以了。

①国债 ETF。国债 ETF 的代码是 511010，总盘大约在 10 亿元，跟踪剩余只有 4~7 年期的流动性好的中期国债，70%以上为机构投资者持有。一般在二级市场买入，也可以申购赎回。二级市场成交量还可以，基本上都能超过 1 亿元。作为低风险配置标的物，国债 ETF 是值得考虑的。

②城投债 ETF 的代码是 511220，跟踪上证可质押城投债指数，中证指数有限公司数据显示，上证可质押城投债指数成分债有 1108 只，平均修正久期为 2.46，平均到期收益率为 4.481%。这个 ETF 最大的优点，就是抹除了信用风险，可以让人放心大胆地吃进城投债，总盘子 60 亿元，99.67%的份额都是机构持有。由于机构集中持有，二级市场的成交相对不够活跃，低的时候只有几十万元，高的时候有几千万元，日常波动不大；但对于百万和千万级的投资者而言，还是很容易吃进的。该 ETF 每季度一次分红，每次 1.5%，绝对是低风险投资者的首选品种。

（3）商品 ETF

严格地说，A 股市场上没有一个完整意义的商品 ETF。那些带着商品基金的 LOF，并不是直接投资商品，而是投资商品 ETF 甚至是商品类股票，并且仓位也不大，这类基金严重偏离商品走势，不值得去买；相比之下，黄金 ETF（518880），却是货真价实的跟踪上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

海黄金交易所的 Au9999 黄金标的，在场内是唯一真正可以代表商品的 ETF，基金规模 45 亿元，单日成交量超过 1 亿元。我们可以选择黄金 ETF（518880）作为商品 ETF 的替代品。

（4）货币 ETF

货币 ETF 是货币基金的一种。和普通货币基金相比，货币 ETF 可以在二级市场 T+0 买卖，流动性极高，而普通货币基金至少都是 T+1，甚至 T+2，但货币 ETF 的收益率不如普通货币基金，所以投资者可以根据自己的实际情况来决定选择货币 ETF 还是货币基金，或者银行 T+0 理财产品。股票市场上可以购买并且成交量大的货币 ETF 有保证金 A（159001）和理财金 H（511810）等品种。

（5）海外指数 ETF

A 股市场上跟踪海外指数的 ETF 有纳指 100ETF、标准普尔 500ETF、德国 30ETF、恒指 ETF、H 股 ETF 等，其中 H 股 ETF 和恒指 ETF 跟踪香港市场指数，成交量较大；纳指 100ETF 跟踪纳斯达克 100 指数，标准普尔 500ETF 跟踪美国标准普尔 500 指数，德国 30ETF 跟踪德国 DAX 指数。从分散投资的角度看，将资金分散到海外股市也是非常有必要的，推荐纳指 100ETF。

四、用 ETF 进行资产配置

介绍完 A 股市场上可以购买的 ETF 后，我们就要进入资产配置阶段了。用 ETF 构建资产配置方案是最为省时、省力的方式，而且投资效率还很高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 较为全面的资产配置方案

美国桥水基金有一个“全天候”策略，采用“40%的美国长期国债+15%的美国中期国债+30%的股票+7.5%的黄金+7.5%的商品期货”进行资产配置，在18年的投资期内，扣除通货膨胀之后的复合回报率为6.34%，名义回报率在9%左右。

我们可以借鉴这一思路，从股票、债券、商品期货、货币和外汇五大类资产里选择相应的ETF，来构建一个尽可能分散化的资产配置方案。每种资产赋予一定的权重，每半年或者一年进行一次再平衡操作。

（1）股票：30%的沪深300ETF；

（2）债券：20%的城投债ETF；

（3）商品期货：10%的黄金ETF；

（4）货币：20%的货币ETF；

（5）外汇：20%的纳指100ETF。

在这个方案里面，股票ETF实际上占据了50%的权重，因为纳指ETF也是股票基金；现金/债券也占据了40%的权重；商品期货占10%。整个组合风险适中，算是比较均衡的配置了。

2. 较为激进的资产配置方案

有些投资者风险承受能力较强，需要一个激进的资产配置，通过调整这五大类资产的不同权重，我们可以得到如下方案：

（1）股票：40%的中证500ETF；

（2）债券：10%的城投债ETF；

（3）商品期货：10%的黄金ETF；

（4）货币：10%的货币ETF；

（5）外汇：30%的纳指ETF。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在这个方案中，股票占了70%的权重，现金/债券占20%，黄金占10%，并且把沪深300ETF换成了中证500ETF，算是相当激进的一个资产配置了。

3. 保守的资产配置方案

更多的人，可能需要一个保守的资产配置方案，我们可以降低股票ETF的权重，来实现这个目的：

（1）股票：15%的中证500ETF；

（2）债券：40%的城投债ETF；

（3）商品期货：5%的黄金ETF；

（4）货币：35%的货币基金；

（5）外汇：5%的纳指100ETF。

这个方案里的股票只占20%的权重，商品占5%，剩下的75%都赋予现金和债券，投资风格比较保守。

4. 简化版资产配置

对于很多中小投资者，其实用不着这么多的大类资产，一般而言，两到三种资产就足以达到目的，黄金和外汇资产都是多余的。

（1）激进的投资风格：75%的沪深300ETF+10%的城投债ETF+5%的货币ETF；

（2）保守的投资风格：40%的城投债+35%的货币ETF+25%的中证500ETF。

5. 一个A股市场ETF资产配置的实例

由于股票、商品期货、债券三者相关性都不高，我们利用A股市场上的中证500ETF、黄金ETF和城投债ETF来验证一下资产配置的价值。假设每一类资产的投资比例分别为3∶3∶4，其中债券ETF

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

占40%的比重，中证500ETF和黄金ETF各占30%。因为债券ETF和黄金ETF的上市时间都不长，我们选取债券ETF的上市时间（债券ETF于2014年12月16日上市交易）建仓，看下实际收益，初始资本为100万元：

2014年12月16日：买入30万元中证500ETF、30万元黄金ETF和40万元债券ETF。

2015年12月15日：组合收益13.37%，进行再平衡配置，令各ETF重新回到3∶3∶4比例。

2016年4月28日：和建仓时刻比，组合总收益13%。而此时单个ETF跟建仓时刻比，中证500ETF收益10.71%，黄金ETF收益8.74%，债券ETF收益11.88%。

虽然组合中的单个ETF收益全都低于13%，但是整个组合的总收益却高于13%，看起来是不是有些令人难以置信？没错，结果千真万确！这是再平衡的原因所致。大类资产高抛低吸的结果，导致整体组合的盈利能力大大超过单只基金的盈利能力，本例再次显示了资产配置的威力。

至此，用ETF构建资产配置就介绍完毕。投资者可以根据上述几种配置的思路，自己调整各种资产的权重，从而获得一个适合自己的配置方案。投资不要过于追求利润最大化，风险和利润的统一和谐才是更重要的。

五、定投是一种特殊的资产配置

多元化的资产配置适合有一定资金量的投资者，但是对于刚上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

班的年轻人和手里积蓄不多的工薪族就没有什么帮助，这时候，定投就可以发挥作用了。定投的全称应该是“定期等额平均成本投资法”，要求投资者每个月将固定的一笔钱投入到选定的指数基金中去，类似于银行的零存整取方式，这也是巴菲特给普通个人投资者的建议。资产配置是在不同资产上进行分散投资，定投是在同一个资产上的不同时间点进行分散投资从而降低投资风险。华尔街有句名言“要在市场中准确地踩点入市，比在空中接住一把飞刀更难”，充分说明了投资者想要精确选准买入和卖出的时间点是多么艰难，而如果采取定投方式，就克服了只选择一个时间点进行买进和卖出的缺陷，可以均摊成本，使自己在投资中立于不败之地。基金定投有“懒人理财”之称，相当于强制储蓄，哈佛理财第一课就是：把月收入的30%节省下来，余下的才用来消费。这样，既不会影响生活质量，又能有所积蓄。

定投的成本比市场的平均成本要低，因为同样的资金，在股票较低价格的时候买到的数量多，在股票处于高位的时候买到的数量少。比如股票价格为1元的时候，投入的1000元可买到1000股；而股票价格为5元的时候，定额的资金1000元只能买到200股。总投资2000元，总股数1200股，平均成本是2000元÷1200股≈1.667元。而市场的平均成本是（1元+5元）÷2股=3元。

实际上，市场的平均成本还要高。原因很简单，我们可以看一下股票指数各个点位的成交量，都是在高位的时候成交量大，而在低位的时候成交量小，因为大多数人都是在股市高涨之后才追进去的，股市低的时候都害怕不敢入市，市场的平均成本其实比中值还要高得多，这就是为什么股市下跌后，即使反弹了一半，大多数人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仍未解套的原因。

但是如果我们选择的是定投，由于平均成本 1.667 元比中值 3 元要低得多，市场尚未反弹到一半，投资者就已经回本了。当反弹到一半的时候，投资者就已经盈利了而别人尚待解套，当再涨到上一次牛市的顶部的时候，投资者已经赚了无数倍了，而别人呢，运气好的可能赚了一丁点，运气不好的还在深度套牢中。

定投需要注意两点：第一，定投一定要坚持，每个月必须投入一笔固定金额到指数基金里；第二，定投过程中，价格越低，能够买入的份额就越多，未来预期的利润就越大。所以，定投者是应该喜欢股市下跌的，只有下跌才能买到更便宜的基金，这与生活中买东西的逻辑恰好一致。在 A 股市场上，定投的最佳标的应该是中证 500ETF 和创业板 ETF，波动大、成交量大，是投资者定投的首选 ETF。

笔者曾经对上证综指做过一个定投实证分析，选取 2001 年 6 月 14 日，也就是上一个牛市的最高点 2245 点的那一天，开始进行定投，每月投入 1 万元，持续时间为 6 年零 5 个月，截止日期为 2007 年10 月14 日，总共定投 77 个月。上证综指的每日收盘价除以 1000 作为虚拟基金的净值，比如 2001 年 6 月 14 日当天收盘价为 2202，该虚拟基金净值则是 2.202 元。通过分析，我们可以看到以下几个令人惊讶的数据：

（1）2001 年 6 月 14 日，投资者在上证综指最高位 2245 点时杀入股市，之后上证综指便进入漫漫熊途，可谓非常不幸，但两年半后（2004 年1 月），当大盘跌幅达 27.70%时，定投这只虚拟基金却开始微微盈利，并且在后面的 4 个月里持续赚钱，最高利润接近 7%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5-4 定投上证综指（2001.6—2004.4）

日期	净值	每月投入	份额	投入资金（元）	当日总份额	当日资产（元）	大盘跌幅	资产跌幅
2001-06-14	2.202	10000	4541.33	10000	4541.326	10000	0.00%	0.00%
2001-07-14	2.161	10000	4627.49	20000	9168.813	19813.81	-1.86%	-0.93%
2001-08-14	1.939	10000	5157.3	30000	14326.11	27778.33	-11.94%	-7.41%
2001-09-14	1.818	10000	5500.55	40000	19826.66	36044.87	-17.44%	-9.89%
2001-10-14	1.691	10000	5913.66	50000	25740.32	43526.88	-23.21%	-12.95%
2001-11-14	1.617	10000	6184.29	60000	31924.61	51622.1	-26.57%	-13.96%
2001-12-14	1.675	10000	5970.15	70000	37894.76	63473.73	-23.93%	-9.32%
2002-01-14	1.485	10000	6734.01	80000	44628.77	66273.72	-32.56%	-17.16%
2002-02-14	1.506	10000	6640.11	90000	51268.88	77210.93	-31.61%	-14.21%
2002-03-14	1.665	10000	6006.01	100000	57274.88	95362.68	-24.39%	-4.64%
2002-04-14	1.658	10000	6031.36	110000	63306.24	104961.8	-24.70%	-4.58%
2002-05-14	1.616	10000	6188.12	120000	69494.36	112302.9	-26.61%	-6.41%
2002-06-14	1.494	10000	6693.44	130000	76187.8	113824.6	-32.15%	-12.44%
2002-07-14	1.698	10000	5889.28	140000	82077.09	139366.9	-22.89%	-0.45%
2002-08-14	1.646	10000	6075.33	150000	88152.42	145098.9	-25.25%	-3.27%
2002-09-14	1.625	10000	6153.85	160000	94306.27	153247.7	-26.20%	-4.22%
2002-10-14	1.531	10000	6531.68	170000	100837.9	154382.9	-30.47%	-9.19%
2002-11-14	1.46	10000	6849.32	180000	107687.3	157223.4	-33.70%	-12.65%
2002-12-14	1.396	10000	7163.32	190000	114850.6	160331.4	-36.60%	-15.62%
2003-01-14	1.466	10000	6821.28	200000	121671.9	178371	-33.42%	-10.81%
2003-02-14	1.51	10000	6622.52	210000	128294.4	193724.5	-31.43%	-7.75%
2003-03-14	1.466	10000	6821.28	220000	135115.7	198079.6	-33.42%	-9.96%
2003-04-14	1.616	10000	6188.12	230000	141303.8	228346.9	-26.61%	-0.72%
2003-05-14	1.522	10000	6570.3	240000	147874.1	225064.4	-30.88%	-6.22%
2003-06-14	1.566	10000	6385.7	250000	154259.8	241570.8	-28.88%	-3.37%
2003-07-14	1.521	10000	6574.62	260000	160834.4	244629.1	-30.93%	-5.91%
2003-08-14	1.455	10000	6872.85	270000	167707.3	244014.1	-33.92%	-9.62%
2003-09-14	1.409	10000	7097.23	280000	174804.5	246299.5	-36.01%	-12.04%
2003-10-14	1.388	10000	7204.61	290000	182009.1	252628.6	-36.97%	-12.89%
2003-11-14	1.331	10000	7513.15	300000	189522.2	252254.1	-39.55%	-15.92%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

日期	净值	每月投入	份额	投入资金（元）	当日总份额	当日资产（元）	大盘跌幅	资产跌幅
2003-12-14	1.47	10000	6802.72	310000	196325	288597.7	-33.24%	-6.90%
2004-01-14	1.592	10000	6281.41	320000	202606.4	322549.3	-27.70%	0.80%
2004-02-14	1.658	10000	6031.36	330000	208637.7	345921.4	-24.70%	4.82%
2004-03-14	1.694	10000	5903.19	340000	214540.9	363432.3	-23.07%	6.89%
2004-04-14	1.697	10000	5892.75	350000	220433.7	374076	-22.93%	6.88%

（2）2005 年 7 月 14 日，大盘跌至 1040 点，几乎就是整个上证综指的底部（最低部 998 点在 6 月出现）时，大盘被拦腰斩断，跌幅达 52.77%，定投损失为 29.69%，跑赢大盘 21 个点，抗风险能力明显高于大盘，相对于很多个股纷纷遭遇 90%以上的跌幅，定投的损失小多了。

表 5-5 定投上证综指（2004.5—2005.7）

日期	净值	每月投入	份额	投入资金（元）	当日总份额	当日资产（元）	大盘跌幅	资产跌幅
2004-05-14	1.562	10000	6402.05	360000	226835.7	354317.4	-29.06%	-1.58%
2004-06-14	1.438	10000	6954.1	370000	233789.8	336189.8	-34.70%	-9.14%
2004-07-14	1.403	10000	7127.58	380000	240917.4	338007.1	-36.29%	-11.05%
2004-08-14	1.368	10000	7309.94	390000	248227.4	339575	-37.87%	-12.93%
2004-09-14	1.3	10000	7692.31	400000	255919.7	332695.6	-40.96%	-16.83%
2004-10-14	1.332	10000	7507.51	410000	263427.2	350885	-39.51%	-14.42%
2004-11-14	1.352	10000	7396.45	420000	270823.6	366153.5	-38.60%	-12.82%
2004-12-14	1.313	10000	7616.15	430000	278439.8	365591.4	-40.37%	-14.98%
2005-01-14	1.245	10000	8032.13	440000	286471.9	356657.5	-43.46%	-18.94%
2005-02-14	1.278	10000	7824.73	450000	294296.6	376111.1	-41.96%	-16.42%
2005-03-14	1.293	10000	7733.95	460000	302030.6	390525.5	-41.28%	-15.10%
2005-04-14	1.234	10000	8103.73	470000	310134.3	382705.7	-43.96%	-18.57%
2005-05-14	1.095	10000	9132.42	480000	319266.7	349597.1	-50.27%	-27.17%
2005-06-14	1.093	10000	9149.13	490000	328415.9	358958.5	-50.36%	-26.74%
2005-07-14	1.04	10000	9615.38	500000	338031.2	351552.5	-52.77%	-29.69%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（3）2006年5月14日，上证综指1602，大盘跌幅27.25%，定投正式进入盈利时期，收益为11.91%，之后的上涨便一发而不可收。2007年10月14日，上证综指5903，几乎是这期间的最高点位，大盘涨幅168.07%，定投收益272.49%。

表5-6 定投上证综指（2005.8—2007.10）

日期	净值	每月投入	份额	投入资金（元）	当日总份额	当日资产（元）	大盘跌幅	资产跌幅
2005-08-14	1.167	10000	8568.98	510000	346600.2	404482.5	-47.00%	-20.69%
2005-09-14	1.217	10000	8216.93	520000	354817.1	431812.5	-44.73%	-16.96%
2005-10-14	1.139	10000	8779.63	530000	363596.8	414136.7	-48.27%	-21.86%
2005-11-14	1.088	10000	9191.18	540000	372788	405593.3	-50.59%	-24.89%
2005-12-14	1.125	10000	8888.89	550000	381676.8	429386.4	-48.91%	-21.93%
2006-01-14	1.226	10000	8156.61	560000	389833.4	477935.8	-44.32%	-14.65%
2006-02-14	1.286	10000	7776.05	570000	397609.5	511325.8	-41.60%	-10.29%
2006-03-14	1.259	10000	7942.81	580000	405552.3	510590.4	-42.82%	-11.97%
2006-04-14	1.359	10000	7358.35	590000	412910.7	561145.6	-38.28%	-4.89%
2006-05-14	1.602	10000	6242.2	600000	419152.9	671482.9	-27.25%	11.91%
2006-06-14	1.531	10000	6531.68	610000	425684.5	651723	-30.47%	6.84%
2006-07-14	1.665	10000	6006.01	620000	431690.5	718764.8	-24.39%	15.93%
2006-08-14	1.57	10000	6369.43	630000	438060	687754.2	-28.70%	9.17%
2006-09-14	1.689	10000	5920.66	640000	443980.6	749883.3	-23.30%	17.17%
2006-10-14	1.784	10000	5605.38	650000	449586	802061.4	-18.98%	23.39%
2006-11-14	1.888	10000	5296.61	660000	454882.6	858818.4	-14.26%	30.12%
2006-12-14	2.249	10000	4446.42	670000	459329	1033031	2.13%	54.18%
2007-01-14	2.668	10000	3748.13	680000	463077.2	1235490	21.16%	81.69%
2007-02-14	2.905	10000	3442.34	690000	466519.5	1355239	31.93%	96.41%
2007-03-14	2.906	10000	3441.16	700000	469960.7	1365706	31.97%	95.10%
2007-04-14	3.518	10000	2842.52	710000	472803.2	1663322	59.76%	134.27%
2007-05-14	4.046	10000	2471.58	720000	475274.8	1922962	83.74%	167.08%
2007-06-14	4.115	10000	2430.13	730000	477704.9	1965756	86.88%	169.28%
2007-07-14	3.914	10000	2554.93	740000	480259.8	1879737	77.75%	154.02%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

日期	净值	每月投入	份额	投入资金（元）	当日总份额	当日资产（元）	大盘跌幅	资产跌幅
2007-08-14	4.872	10000	2052.55	750000	482312.4	2349826	121.25%	213.31%
2007-09-14	5.312	10000	1882.53	760000	484194.9	2572043	141.24%	238.43%
2007-10-14	5.903	10000	1694.05	770000	485889	2868203	168.07%	272.49%

（4）从 2001 年 6 月 14 日起每月定投 1 万元，至 2005 年 7 月 14 日的大盘跌至底部时，定投者总共投入了 50 万元。如果一个有勇有谋的投资者，在此时拿出 50 万元，重仓投入到这只虚拟基金中去抄底，然后一直持有到 2007 年 10 月 14 日，其资产规模将达到 283 万元，接近 6 倍；而定投者只要每月投入 1 万元，经过熊市牛市的转换后，到 2007 年 10 月 14 日，其资产规模却能够达到 286 万元。显然，定投者的成绩比抄底者要稍微好一些。这个结果也许会令很多人吃惊，如果不做分析的话，几乎没有几个人会相信，一个有勇有谋的投资者，抄了一个大底后的成绩，竟然还不如一个普通人每个月定投的成绩好。

可见，熊市中定投，损失必然比周围的人要少很多；牛市中定投，投资者绝对不会踏空，可以稳稳地站到巅峰之处“一览众山小”。熊市中开始定投的人，一旦经历了熊市转牛市，其资产将会呈现爆炸性的增长；而抄底者在最低位时还要面临两大考验：①要正确判断这是最低位；②要有胆量全仓投入。如果抄底者同时具备了这两点，其资产积累的规模也只不过与定投差不多。定投的威力由此可见一斑。

六、基于恒定比例投资组合保险机制（CPPI）的资产配置

恒定比例投资组合保险机制对股票资产上限进行动态调整，通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过使用组合保险机制限定风险资产的投资比重，可以保障投资组合在期末的价值水平不低于期初投资价值，这也是市场上保本基金所采纳的投资策略，其承诺保本的基本原理如下：

投资组合保险机制用债券投资的收益作为可以损失的风险资本，去股票市场博取更高的收益。比如一只基金的初始资产为100万元，如果用95万元购买债券，可以获得5万元的到期收益，那么就可以用剩余5万元购买股票，即使股票完全亏损，基金整体也不会亏损。在实际应用中，股票资产不可能亏损100%，因此，可以对债券收益进行放大后，投资于股票市场。投资组合中投资于股票资产的比例上限随着组合前期收益情况和组合的净值水平，按照恒定比例投资组合保险机制进行动态调整，从而达到防御下跌、参与增值的目的。当组合前期收益越多，净值水平越高时，下跌至保障本金水平的余地越大，即组合承受风险的能力越大，此时投资于股票资产的比例上限越大；反之，当组合前期收益越少，净值水平越低时，下跌至保障本金水平的余地越小，即组合承受风险的能力越小，此时投资于股票资产的比例上限越小。

我们用一个例子来说明基于恒定比例投资组合保险机制（CPPI）的资产配置是如何实现的：假设投资人有100万元资金，投资期限3年，希望3年后起码能够保本。债券市场3年期贴现国债价格为92元，到期收益率为2.67%，即按92元买入面值为100元的国债，3年到期后还本付息合计为100元。

设定风险乘数为3，每年2.67%的利息，防守垫为3年合计的总利息：

防守垫=2.67万元×3=8.01万元；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资股票的价值=风险乘数×防守垫=3×8.01万元=24.03万元；

其余75.97万元投资3年期贴现国债。

投资组合建立初期的防守垫是8.01万元，放大3倍后的金额24.03万元投资于股票，剩下部分投资于债券。通过放大效应，提高了对股票市场的参与程度。当股市上涨时，投资组合价值增加，防守垫增加，按照固定比例投资组合保险的策略，可投资于股票的金额将增加，减持债券资产；如果股票进一步上涨，投资组合净值也上涨，防守垫进一步增大，将有更多的资金从债券转移到股票。相反，当股票下跌时，投资组合净值下跌，则防守垫缩小，按照固定比例投资组合保险策略，可投资于股票的金额将减少，债券投资增加；当组合净值下跌至保本底线时，即防守垫为零，这时组合全部为债券，会沿着底线增值，到期增至100万元，从而达到保本的目的。

CPPI技术始终把控制风险放在首位。在实际的投资操作中，组合资产中股票投资部分最初为零。随着投资周期的延长，在债券投资实现盈利后，对盈利部分放大一定倍数再进行股票投资。在设定一定期限为一个调整周期后，股票仓位上限将在固定的周期内进行调整。在股市出现急跌的情况下，CPPI技术通过指标操控可以有效控制股票仓位，将最大损失控制在债券投资部分已实现的账面收益部分中，从而使组合资产的本金不受损失，达到保本的目的。

七、构建自己的商品基金

在中国资本市场上，至今缺乏一个真正完整的商品基金。现有的类商品基金里，除了前面说过的黄金ETF是直接跟踪上海黄金交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易所现货黄金外，其他的商品基金要么属于FOF，直接投资于国外商品基金，如国泰大宗商品配置（160216）、信诚商品（165513）；要么就是直接投资国外商品类的股票，如华宝油气（162411），投资者找不到一个直接投资商品市场的基金或者ETF。由于商品在资产配置中处于一个非常重要的地位，基本上属于标配了，所以我们在本节中为大家介绍一下如何构建自己的商品基金。

1. CRB 商品指数

我们先来看一下国际最著名的一个商品指数——CRB商品指数。这个指数最早于1957年由美国商品研究局编制出来，由于该指数较全面地涵盖了能源、金属、农产品、畜产品和软性商品等期货合约，所以成为国际最著名的一个代表商品价格波动的指数。到了2005年，该指数更名为路透/Jefferies商品研究局指数（RJ/CRB），而新的商品指数将所有商品分成了四个权重等级，最高的原油权重为23%，最低的橙汁、镍、小麦权重只有1%，能够有效地反映出大宗商品的总体趋势，同时也为宏观经济景气的变化提供了有效的预警信号。

表5-7 CRB指数成分商品

序号	商品名称	所占比重
1	原油	23%
2	铝	6%
3	铜	6%
4	天然气	6%
5	黄金	6%
6	玉米	6%
7	大豆	6%
8	活牲畜	6%
9	燃油	5%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

序号	商品名称	所占比重
10	无铅汽油	5%
11	白糖	5%
12	棉花	5%
13	可可	5%
14	咖啡	5%
15	镍	1%
16	白银	1%
17	小麦	1%
18	精瘦肉	1%
19	橙汁	1%

图 5-1 为 CRB 指数 2010—2016 年的走势：

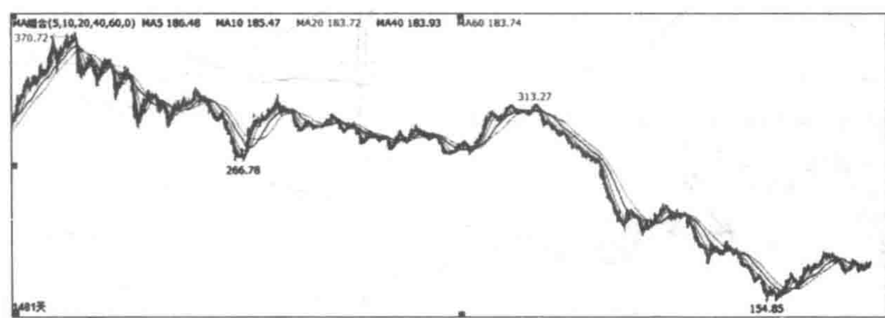


图 5-1 2010—2016 年 CRB 指数走势

可以看出，这 6 年中国际商品价格处于下降通道，进入一个较长周期的熊市调整，从最高 370 点跌至最低 154 点，跌了一半都不止，2016 年 9 月 16 日位于 180 点左右，此时配置商品基金应该是比较好的机会。

2. 文华商品指数

文华商品指数是文华财经编制的专门跟踪国内商品的一个综合指数，它总共包含了 30 种商品，较全面地涵盖了目前市场上的期货

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品种。指数由有色金属、建材、化工、煤炭、谷物、饲料、油脂、软商品、黑链等九个大类品种组成。指数的实时价格数据，在文华财经行情信息系统中实时发布，给投资者提供了一个国内大宗商品价格即时走势的有效参考。

文华商品指数一共包括 19 个工业品种和 11 个农业品种。

19 个工业品种：铜、铝、锌、铅、镍、螺纹钢、玻璃、橡胶、塑料、PVC、PTA、甲醇、聚丙烯、焦煤、焦炭、动力煤、铁矿石、沥青、热轧卷板；

11 个农业品种：大豆、玉米、豆粕、菜粕、豆油、棕榈油、菜籽油、棉花、白糖、鸡蛋、玉米淀粉。

文华商品指数的走势和 CRB 也很近似，2010—2016 年的走势如图 5-2：

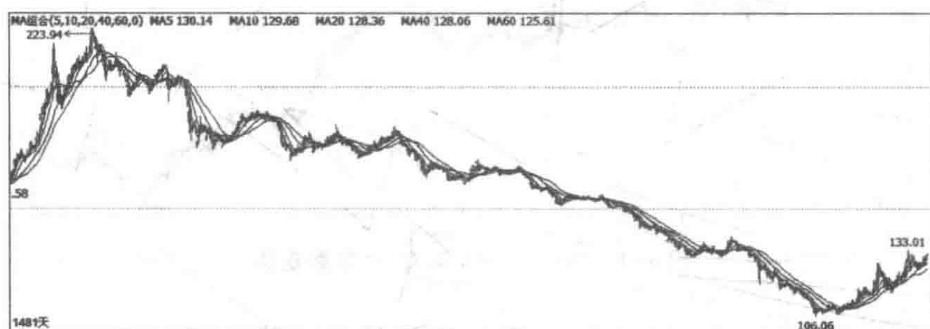


图 5-2　2010—2016 年文华商品指数走势

同样进入一个长期熊市，指数点位从最高 223.94 点下降到最低 106.06 点，2016 年 10 月 14 日保持在 133 点左右。文华商品指数是一个非常全面的跟踪国内商品价格走势的指数，但是没有跟踪这个指数的 ETF 和商品基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 用商品期货构建自己的商品基金

中国的商品期货市场有三个交易所：上海期货交易所、郑州商品交易所和大连商品交易所。其中，上海商品交易所上市品种包括铜、铝、锌、铅、镍、锡、黄金、白银、螺纹钢、线材、热轧卷板等金属品种，燃料油、沥青等能源类品种以及天然橡胶等品种；郑州商品交易所上市品种包括白糖、棉花、强麦、普麦、早稻、晚稻、菜籽、菜油、菜粕等农产品以及动力煤、玻璃、甲醇、PTA、硅铁、锰硅等品种；大连商品交易所上市品种包括豆粕、豆油、大豆、玉米、棕榈油、淀粉、鸡蛋、塑料、PVC、焦炭、焦煤、铁矿等品种。一个典型的商品期货合约如下（以强麦为例）：

表 5-8 强麦合约

交易品种	优质强筋小麦（简称强麦）
交易单位	20 吨/手
报价单位	元（人民币）/吨
最小变动价位	1 元/吨
每日价格波动限制	上一个交易日结算价±4%及《郑州商品交易所期货交易风险控制管理办法》相关规定
最低交易保证金	合约价值的 5%
合约交割月份	1、3、5、7、9、11 月
交易时间	每周一至周五（北京时间 法定节假日除外） 上午 9:00—11:30，下午 1:30—3:00
最后交易日	合约交割月份的第 10 个交易日
最后交割日	合约交割月份的第 12 个交易日
交割品级	符合《中华人民共和国国家标准——小麦》（GB 1351—2008）的三等及以上小麦，且稳定时间、湿面筋等指标符合《郑州商品交易所期货交割细则》规定要求
交割地点	交易所指定交割仓库
交割方式	实物交割
交易代码	WH
上市交易所	郑州商品交易所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从表 5-8 可见，商品交易和股票交易在有些地方有所不同，商品交易时间是早上 9：00 开始，股市是 9：30；商品的最低保证金为 5%，一般投资者控制在 10%以内，基本上就可以满足需求了，而股票则需要全额购买，不能用保证金交易；商品的涨停板和股票不同，小麦是 4%，股票是 10%；商品合约有期限，到期需要移仓，而股票没有期限，长期持有无须移仓。

总的来说，中国的商品期货市场上可交易的种类还是比较丰富的，而且保证金水平基本可以控制在 10%左右，我们可以利用商品基金的杠杆特性，从中选取一些有代表性的商品品种来构建属于自己的商品指数基金，具体可以参考 CRB 商品指数的构成来选择商品。

第一类商品：金属。我们可以选择铜、锌、铝、铁矿、金、银作为基本配置。

第二类商品：能源。我们可以选择把甲醇、沥青、焦煤和焦炭作为能源类产品来配置。

第三类商品：农产品。我们可以考虑把白糖、大豆、豆粕、棉花、鸡蛋、玉米、棕榈油、菜油等品种作为基本配置。

第四类商品：化工。我们可以考虑把天然橡胶、PP（聚丙烯）、PTA（精对苯二甲酸）等作为基本配置。

我们可以从上述四类商品中，根据各自的资金情况以及实际需求，来决定如何选择商品进行配置。在这里，笔者给出一个例子，供大家参考：

表 5-9 商品基金成分商品构成情况

序号	名称	单价（元/吨）	吨/手	每手合约总价	实际保证金	保证金比例	权重
1	沪铜 1701	43490	5	217450	21745	10%	15.90%
2	沪锌 1701	20600	5	103000	10300	10%	7.53%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

序号	名称	单价（元/吨）	吨/手	每手合约总价	实际保证金	保证金比例	权重
3	沪铝 1701	13545	5	67725	6772.5	10%	4.95%
4	铁矿 1701	557	100	55700	5570	10%	4.07%
5	沪金 1706	273	1000	273000	27300	10%	19.96%
6	沪银 1706	4093	15	61395	6139.5	10%	4.49%
7	郑醇 1701	2440	10	24400	2440	10%	1.78%
8	白糖 1701	6778	10	67780	6778	10%	4.96%
9	豆一 1701	3697	10	36970	3697	10%	2.70%
10	郑棉 1701	15915	5	79575	7957.5	10%	5.82%
11	鸡蛋 1701	3676	5	18380	1838	10%	1.34%
12	橡胶 1701	16125	10	161250	16125	10%	11.79%
13	焦炭 1701	2010	100	201000	20100	10%	14.70%
合计	1367625	136762.5		100.00%			

在上面这个商品基金里，各品种的成分都比较平均，除了沪金的比重接近 20%外，其他的相差都不算大，并且品种也比较丰富，涵盖了主要的商品种类。一手商品指数基金的合约总价值约 136 万元，按平均 10%的保证金计算，只需要动用 13.6 万元的资金就可以完成该商品基金的配置了。对于资金量大的个人和机构，可以按这个例子增加更多手数的商品基金。而对于资金较小的个人投资者，也可以从中剔除一些具体品种，比如贵金属中只选择黄金而放弃白银，基金属中放弃铜、锌、铝这种占用资金较大的品种而只选择铁矿，再去掉橡胶，基本上只剩下 50 多万元的合约价值了，保证金只要 5 万元，同时仍能确保金属、能源和农产品的基本构成，从而得到一个适合自己的商品指数基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

八、房地产信托投资基金（REITs）

房地产信托投资基金（REITs）是一种以发行收益凭证的方式汇集特定多数投资者的资金，由专门投资机构进行房地产投资经营管理，并将投资综合收益按比例分配给投资者的一种信托基金。该基金具有良好的抗通货膨胀能力，并能分散股市风险。

REITs 同时具备股票和债券两种特性，由于 REITs 的合约规定，每年 90%的收入都必须分红，所以投资者可以像投资债券一样每年都得到一定的收入。以港交所上市的阳光房地产基金（交易代码 0435）为例，在 2012—2016 年间，每年的分红收益分别为 6.5%、5.6%、6.1%、5.6%和 5.5%，从这一点上看，我们说 REITs 就像一只债券，每年都给投资者提供固定的利息，其分红的主要来源是房地产信托投资基金所持有的物业租金。

除了每年的租金收入外，房地产信托投资基金持有的物业本身也在不断增值。只要房价上涨，其基金净值也会不断上涨，二级市场交易价格自然也像股票一样上涨。还是以阳光房地产基金为例，3 年的回报率为 67.2%，5 年的回报率为 141.9%，10 年的回报率为 262.2%，大大优于恒生指数的同期表现。

国内第一只号称 REITs 的基金是鹏华前海万科 REITs（交易代码 184801），该基金通过增资方式持有万科前海企业公馆股权至 2013 年 7 月，获得了前海企业公馆除物业费之外的营业收入，但是通过该基金的年报，我们发现它其实并不是一只纯粹的房地产信托投资基金。2016 年半年报数据显示，鹏华前海万科 REITs 所持有的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前海企业公馆约占该基金总资产的22.83%，持有的债券占69.72%，从这个角度看，它更像一只债券基金。从近期走势也能看出，由于债券市场大跌，鹏华前海万科REITs也跟随债券一路下跌，并没有走出房地产资产的一枝独秀行情。总的来说，鹏华前海万科REITs是一只固定收益基金，更大的风险来自其所持有的债券。

国内还有一些QDII基金，专门投资海外REITs基金，如诺安全球收益不动产基金、鹏华美国房地产基金、广发美国房地产指数基金等，相当于房地产基金中的基金。其中，诺安全球收益不动产基金中的REITs约占60%，其余为银行存款和结算备付金；鹏华美国房地产基金中的REITs大约也占60%，但还有27%的房地产公司股票；广发美国房地产指数基金中的REITs约占90%。资产规模较小的投资者，如果想投资REITs，可以考虑上述QDII基金。它能够很好地分散股市风险，但也存在汇率风险。

对于资产规模较大的投资者，从分散风险、全球配置的角度看，可以直接投资美国和中国香港的REITs基金，港交所目前有11只，具体见表5-10：

表5-10 港交所上市的REITs基金

序号	交易代码	REITs名称	买卖单位	信托基金经理人
1	405	越秀房产信托基金	1000	越秀房托资产管理有限公司
2	435	阳光房地产基金	1000	恒基阳光资产管理有限公司
3	625	睿富房地产基金	1000	睿富中国房托基金管理有限公司
4	778	置富产业信托	1000	置富资产管理有限公司
5	808	泓富产业信托	1000	泓富资产管理有限公司
6	823	领展房产基金	500	领展资产管理有限公司
7	1275	开元产业信托	1000	开元资产管理有限公司
8	1426	春泉产业信托	1000	春泉资产管理有限公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

序号	交易代码	REITs 名称	买卖单位	信托基金经理人
9	1881	富豪产业信托	1000	富豪资产管理有限公司
10	2778	冠君产业信托	1000	鹰君资产管理（冠君）有限公司
11	87001	汇贤产业信托	1000	汇贤房托管理有限公司

美国的 REITs 就更多了，根据 REITS. COM 的数据，我们选取了晨星评级为 5 星的 8 只房地产信托基金，具体见表 5-11：

表 5-11　美国房地产信托基金

序号	REITs 名称	1 年回报	3 年回报	5 年回报
1	Salient Select Income A	13. 18	8. 22	10. 31
2	Manning & Napier Real Estate S	5. 31	7. 01	N/A
3	James Alpha Global Real Estate Invsmts I	7. 3	11. 88	12. 44
4	MFS Global Real Estate R6	6. 48	5. 16	10. 36
5	Brookfield Global Listed Real Estate Y	6. 18	6. 93	N/A
6	PowerShares KBW Premium Yld Eq REIT ETF	5. 58	7. 27	11. 34
7	FlexShares Global Quality Real Estate ETF	32. 06	12. 42	16. 21
8	Principal Real Estate Securities Inst	2. 46	6. 79	N/A

通过对海外 REITs 的直接投资，我们能够得到一个更加分散化的投资组合。该组合可以有效地降低投资风险，实现更稳定的投资收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章　基于现金流战略的资产配置

一、资产和现金流

在会计学中，“资产=负债+所有者权益”。做企业的人，强调要把资产做大；做投资的人，也很看重资产规模。如果把资产看作一个雪球，无论是企业家还是投资者，都希望这个雪球越滚越大，因为资产规模越大，所能带来的绝对利润也就越高，赚钱就越容易。但从会计恒等式中可以看出，资产做大，并不一定表示利润也大。对企业来说，如果通过负债方式做大资产，仅仅表示资产规模变大了，利润未必增加；对投资者而言，通过负债做大资产的并不常见，但同样存在资产规模变大了，利润并不一定增加的情况。以北京、上海为例，当地房价 8 万～10 万元一平方米是很正常的，如果本地人手里有 2～3 套房，其资产规模基本上就是 2000 万～3000 万元的样子了，就个人投资而言，资产规模也不算小，尽管如此，仍然有很多人需要靠打工赚钱，因为这么大规模的资产并不能给他提供良好的现金流入。现金流入不够，生活质量就得不到提高，只有继续打工了。所以，现金流是一个很重要的指标。

在会计学中，现金流是指企业在一定时期的现金和现金等价物

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的流入和流出的数量。对企业来说，现金流是衡量企业经营状况是否良好，是否有足够的现金偿还债务、资产变现能力等情况的重要指标。在现代企业的发展过程中，决定企业兴衰存亡的是现金流，最能反映企业本质的也是现金流，现金流是众多财务指标中最具权威性的一个。

在资本市场上，现金流特指现金流入，是指投资者每月（或者每年）能够得到的稳定收益，该收益不随市场波动而变化，或者受市场波动影响很小，收益的变化可以忽略不计。比如银行存款，每年都能得到固定的利息，该利息就是现金流入；再比如低风险的短期银行理财产品，半个月或一个月就能结一次息，也是正的现金流入。由于大部分股票没有红利或者红利很少，也不固定分红，如果投资者不能通过高抛低吸得到稳定的现金流入，我们就可以认为股票是没有现金流的投资品种。

现金流是衡量投资者获得稳定收益的一个主要指标，投资者在其资产配置中得到的现金流越大，说明收益越稳定，盈利能力就越强；现金流越小甚至为负，说明获得稳定收益的能力就越差。无论是在投资活动中，还是商业运营中，现金流都是极为重要的，它是支撑投资和商业运营的重要基础，失去了现金流支撑的投资，注定是无法持续的。很多投资策略在历史回测时，表现都很优异，但投资者却无法坚持到底，其中主要原因就是最大回撤过大和长期震荡净值停滞不前，导致投资者在此期间得不到足够的现金流入，对投资前景失望，所以在最困难的时候“割肉”离场。如果有一个强大的现金流入策略，投资者就很容易跨越这段艰难的投资历程，迎来曙光。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

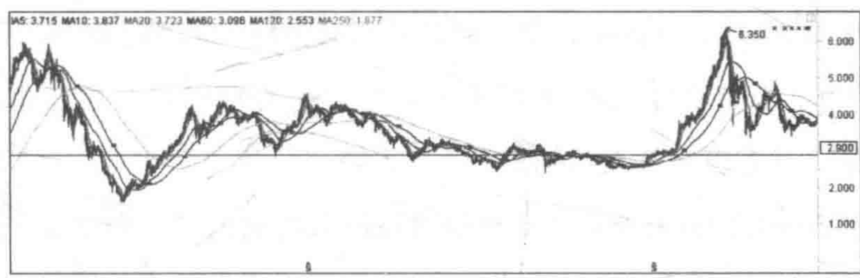


图 6-1　深圳 100ETF 2007—2016 年走势

图 6-1 为深圳 100ETF 2007—2016 年的走势，其中 2008—2014 年的 6 年半时间里，其价格始终在 2.9 元上下波动，中间没有任何现金流入，如果投资者在 2008 年 7 月买入深圳 100ETF，那么他将遭遇 6 年的熊市。在这6 年时间里，如果投资国债，按照 5%的收益，100 万元的投资 6 年时间能得到 30 万元的利息；如果存银行，按 3%的一年期利息，100 万元的投资 6 年时间能得到 18 万元的利息。由于投资深圳 100ETF，该投资者在 6 年的时间里，基本上一分钱都得不到，这还算好的；如果他不慎选择了更早或者更晚的时候投入该 ETF，那么在这长达 6 年的时间里，他将始终处于亏损状态。很难想象，一个没有现金流入又始终处于亏损状态的投资者，能够咬牙坚持 6 年，迎接 2014 年下半年的牛市到来。

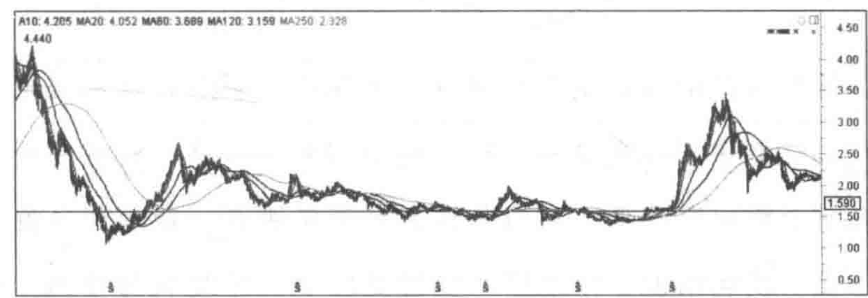


图 6-2　上证 50ETF 2007—2016 年走势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反观上证 50ETF，在同样的时间段里，虽然也是长期走熊，价格也在 1.59 元上下波动，但其间却一直有分红，2008—2014 年共有 6 次分红，分红收益合计达到了 14.5%，平均每年收益超过 2.4%，这就是一个有现金流入的例子。

投资的目的就是赚钱，而衡量赚钱能力的高低，一个是资产规模的膨胀，另一个就是现金流的表现。在资本市场里，资产规模越大，稳定的现金流入越多，赚钱能力越强。现金流就是利润，利润就是现金流，这也是投资和实业的重要区别之一。在企业经营中，现金流和利润不是一回事，但在资本市场，二者基本上是可以画等号的。

现金流是非常重要的，但光有现金流，不注重资产总值的增长，也是不行的。最典型的例子就是在当下房价疯狂飙升的年代，如果你专心做实业，就算有良好的现金流入，但是不买房，很可能会白干 10 年；如果你做投资，就算每年都有正收益，也未必能赶上房价的上涨速度。所以，合理的资产结构既能较好地抵御整体经济的通货膨胀、对抗个别资产疯狂上涨，又能实现良好的现金流入，使投资者在享受资产上涨带来的财富增值时，也能得到稳定的现金流入。

二、传统资产配置中的现金流

传统的资产配置是基于马柯维茨的现代投资组合理论之上，它的投资理念侧重于在风险确定的前提下将利润提高，或者在利润不变的基础上将风险降低，对每月或者每年是否有一定的现金流入看得并不重。换句话说，传统资产配置是以平均年复利为导向，在风险既定的情况下，追求最大的利润，就算当年或者几年内整个组合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都没有正的收益，也无所谓，只要坚持最初的投资策略，从而获取最终的胜利，这是一种投资大智慧，但不适合每月或者每年都需要现金流入的投资者。

虽然不追求现金流入，但不是说传统的资产配置就没有现金流入。由于遵循广泛发散的投资理念，传统的资产配置会极可能多地配置各种相关性小的资产到组合中，所以，一个完整的资产配置方案中，一定会存在固定收益类资产，比如债券或者现金。传统资产配置中的现金流入的大小和固定收益类资产所占的权重成正比。

一个保守的资产配置中，如果固定收益类资产占 75%、权益类资产占 25%，那么这个配置就一定具备较强的现金流入能力；相反，在一个激进的配置方案中，固定收益类资产只占 25%，权益类资产占据 75%，我们就不敢奢望这种激进方案能具备强大的现金流入能力了。

下面我们用股票和现金两类资产来说明传统资产配置的现金流入情况，股票用沪深 300ETF，现金资产用货币基金代替，货币基金按 3%无风险收益计算。

1. 75%的货币基金+25%的沪深 300ETF

选取时间从 2012 年 5 月 28 日开始，沪深 300 的价格为 2.437 元，当任意资产权重偏离值超过 5%时，进行再平衡操作。具体现金流情况见表 6-1 至表 6-5：

表 6-1　2012 年初始配置

2012 年 5 月 28 日	价格（元）	比重	金额（元）	份额	总资产（元）
沪深 300	2.437	25.00%	250000	102585	1000000
货币基金	1	75.00%	750000	750000	

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6-2 2013 年没有进行再平衡操作

2013 年 5 月 28 日	价格（元）	比重	金额（元）	份额	总资产（元）
沪深 300	2.517	25.05%	258206.445	102585	1030706
货币基金	1	74.95%	772500	750000	

表 6-3 2014 年没有进行再平衡操作

2014 年 5 月 28 日	价格（元）	比重	金额（元）	份额	总资产（元）
沪深 300	2.083	21.17%	213684.555	102585	1009360
货币基金	1	78.83%	795675	750000	

表 6-4 2015 年进行一次再平衡操作

2015 年 5 月 28 日	价格（元）	比重	金额（元）	份额	总资产（元）
沪深 300	4.764	38.20%	506594.232	106338	1326139
货币基金	1	61.80%	819545.25	750000	

表 6-5 再平衡操作 1 年后的组合表现

2016 年 5 月 28 日	价格（元）	比重	金额（元）	份额	总资产（元）
沪深 300	3.06	17.63%	212948.46	69591	1207552
货币基金	1	82.37%	994604	994604	

由表 6-1 至表 6-5 可见，一个由权重占 75%的货币基金和权重占 25%的股票 ETF 组成的投资组合，持有 4 年时间，经历了一个完整的牛市熊市转换，总资产由 100 万元增加到 120 万元，年复利收益为 4.8%，其中还在 2015 年 5 月 28 日做了一次再平衡。由于 75%的资产是货币基金，基本上可以近似地认为这种配置每年有 3%～4%的现金流入。

2. 25%的货币基金+75%的沪深 300ETF

选取时间从 2012 年 5 月 28 日开始，沪深 300 的价格为 2.437 元，当任意资产权重偏离值超过 5%时，进行再平衡操作。具体现金流情况见表 6-6 至表 6-10：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6-6 2012 年初始配置

2012 年 5 月 28 日	价格（元）	比重	金额（元）	份额	总资产（元）
沪深 300	2.437	75.00%	750000	307755	1000000
货币基金	1	25.00%	250000	250000	

表 6-7 2013 年没有进行再平衡操作

2013 年 5 月 28 日	价格（元）	比重	金额（元）	份额	总资产（元）
沪深 300	2.517	75.05%	774619.335	307755	1032119
货币基金	1	24.95%	257500	250000	

表 6-8 2014 年没有进行再平衡操作

2014 年 5 月 28 日	价格（元）	比重	金额（元）	份额	总资产（元）
沪深 300	2.083	70.73%	641053.665	307755	906278.7
货币基金	1	29.27%	265225	250000	

表 6-9 2015 年进行一次再平衡操作

2015 年 5 月 28 日	价格（元）	比重	金额（元）	份额	总资产（元）
沪深 300	4.764	84.29%	1466144.82	307755	1739327
货币基金	1	15.71%	273181.75	250000	

表 6-10 再平衡操作 1 年后的组合表现

2016 年 5 月 28 日	价格（元）	比重	金额（元）	份额	总资产（元）
沪深 300	3.06	65.83%	837898.38	273823	1272729
货币基金	1	34.17%	434831	434831	

从表 6-6 至表 6-10 中看出，一个由权重占 25%的货币基金和权重占 75%的股票 ETF 组成的投资组合，持有 4 年时间，经历了一个完整的牛市熊市转换，总资产由 100 万元增加到 127 万元，年复利收益为 6.3%，同样也在 2015 年 5 月 28 日做了一次再平衡。虽然其复利收入比上一个组合高出 1.5 个百分点，但由于该投资组合的波动过大，并且 75%的资产配置在股票上，我们认为这样的组合是不具备稳定的现金流入能力的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由此可见，传统资产配置的现金流大小取决于固定收益类资产所占比重，固定收益类资产比重越大，其所能带来的现金流入就越大；相反，股票类资产所占比重越大，它的现金流入就越不稳定，在熊市期间甚至会遭遇多年的现金流出，这对一个追求稳健收入的投资者而言，是一个极大的打击。正因如此，我们才需要改进传统资产配置的思路，引入基于现金流战略的资产配置。

三、基于现金流战略的资产配置

在正式进入基于现金流战略的资产配置之前，我们先看一下世界上最大的对冲基金——桥水基金的全天候投资理念。桥水基金认为，金融市场虽然存在无数投资产品，但它们的收益都是由三个变动成分组成的：

（1）现金回报率，也就是基准利率；

（2）市场本身高出现金的回报率（beta）；

（3）主动选股低买高卖带来的超额回报（alpha）。

也就是说，投资收益=阿尔法收益+贝塔收益+现金利息（return=alpha+beta+cash）。

按照传统的资产配置策略，投资者先按照不同相关性的资产类别进行资产配置，然后定期或者不定期对权益类资产和固定收益类资产的权重进行调节，这样就能被动地吃到贝塔收益，但阿尔法收益却可遇而不可求。如果过于追求贝塔收益，重点配置在权益类资产上，有可能会适得其反，投资者将遭遇过大的波动风险，甚至连现金流入都无法得到；如果过于看重现金流，重点配置在固定收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上，缺乏足够的权益类资产收益的支撑，就有可能遭遇严重的通货膨胀损失。传统资产配置本质上就是对权益类资产和固定收益类资产进行恰到好处的平衡的艺术，但有时候会比较困难。

现在我们换种思路来看待阿尔法收益、贝塔收益和利息，桥水基金认为任何投资产品的收益都由阿尔法收益、贝塔收益和利息组成，但如果我们把利润的这三个组成部分拆分开来，并不强求从某一类资产里获取这三个收益，而是分别从三种资产中追求阿尔法收益、贝塔收益和利息，就能得到基于现金流战略的资产配置理念了。

比如说，我们分别选择资产 A、资产 B 和资产 C，资产 A 给我们提供阿尔法收益，资产 B 给我们提供贝塔收益，资产 C 给我们提供利息收入，至于资产 A 到底是权益类还是固定收益类，我们不关心，我们只关心它能带来阿尔法收益即可。在本章第一节里的“资产和现金流”中，我们说过，资产和现金流是衡量赚钱能力的两个重要指标，对比桥水基金的“投资收益=阿尔法收益+贝塔收益+现金利息”，我们就能发现，贝塔收益其实就是资产价格的上涨，阿尔法收益和现金利息就是净现金流入。通过这种形式实现的资产配置，既能得到足够的贝塔收益去抵御通货膨胀风险，又能得到足够的现金流入来对抗市场的波动风险，从而得到一种最佳的平衡状态，其效率将大大高于传统的资产配置方案。

在中国 A 股市场中，最简单的基于现金流战略的资产配置方案可以通过打新股配置来实现。打新股，俗称“打新”，是指投资者在一级市场低价参与新股申购，申购成功后在二级市场上高价抛出的行为。由于新股按照不超过 23 倍市盈率的标准来发行，导致上市后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上涨的空间极大，所以“打新”就成为几乎没有任何风险的投资方式了。现行的新股申购政策要求投资者必须配备一定数量的股票，才能够申购一定份额的新股，这叫作“市值配售”。投资者必须持有深圳市场或上海市场非限售 A 股股份市值 1 万元以上，才能参与新股网上申购；同时，投资者申购数量不能超过主承销商规定的申购上限，且不得超过持有市值对应的可申购额度。投资者持有的市值指 T-2 日前 20 个交易日（含 T-2 日）的日均持有市值（T 日为申购日，下同），包括本市场非限售 A 股股份市值，不包括优先股、B 股、基金、债券或其他证券。交易型开放式指数基金不包括在申购市值范围内。

深交所规定，根据投资者持有的市值确定其网上可申购额度，持有市值 1 万元以上（含 1 万元）的投资者才能参与新股申购，每 5000 元市值可申购一个申购单位，每 500 股为一个申购单位，不足 5000 元的部分不计入申购额度。上交所规定，根据投资者持有的市值确定其网上可申购额度，每 1 万元市值可申购一个申购单位，不足 1 万元的部分不计入申购额度。每一个申购单位为 1000 股，申购数量应当为 1000 股或其整数倍，但最高不得超过当次网上初始发行股数的千分之一，且不得超过 9999.9 万股。

市值配售政策要求投资者必须配置一定数量的股票，并且只有股票才能获得申购新股的资格，ETF、基金、B 股、债券等其他任何证券都不能当作市值使用，这就迫使投资者必须买入一定数量的股票才能获得申购资格，将低风险投资者暴露在股票的波动之下。但市值配置也有优点，由于投资者并不需要满仓持有股票，只要持有一小部分就可以得到必要的市值，投资者可以利用这个特点，采

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

取“少量高息分红的蓝筹股票+现金/债券”的模式进行资产配置，一般普遍的原则是25%的股票配置+75%的现金/债券配置就可以了。而按照马柯维茨的投资组合理论，在持有固定收益类资产的同时，引入少量的权益类资产，可以在风险不变的前提下，提高收益。

表面上看，这就是典型的传统资产配置策略，但由于这个策略是为新股申购而制定的，所以，和传统的股债平衡策略相比，这个策略多出一块新股利润。我们可以把新股利润看作阿尔法收益，因为本质上，“打新”也是一种典型的套利行为，在一级市场低价买入，到二级市场高价卖出。

再对照“投资收益=阿尔法收益+贝塔收益+现金利息”的公式进行分析，以“25%的高息分红的蓝筹股票+75%的现金/债券”形成的“打新”配置，完全符合这个公式。在“打新”配置里，新股利润是阿尔法收益，股票波动能够形成贝塔收益，股息分红/现金/债券则能够提供利息收入，至此，一个完美的现金流战略的资产配置自然而然就形成了，投资者在实现资产规模变大的同时也获得了足够的现金流入。

在“25%的高息分红的蓝筹股票+75%的现金/债券”的“打新”配置里，强大的现金流是其最突出的特点。我们说现金流强大主要包括两个方面：①75%的现金/债券可以随时进行变现，任何时候需要现金都能提出来；②由于该配置能够同时得到新股利润和利息收入，无论股票如何波动，每年/每月都能给投资者带来较高的现金流入，这是传统资产配置无法具备的特性。

投资者在持有“25%的高息分红的蓝筹股票+75%的现金/债券”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“打新”配置时，需要注意的是，这个权重适合 100 万元资金的投资者，如果投资者资金过大，就需要实行多账户配置，每个账户按照 100 万元左右的资金标准进行配置，就能使投资效率最大化。

虽然现在新股申购的中签率不高，但一只新股的单签收益却并不低，表 6-11 为近期已上市新股的开板收益：

表 6-11　2016 年 8 月的新股收益表现

序号	名称 代码	发行价 上市日	最新价 总涨幅	连续一字板 每中一签获利
1	花王股份	11.66	46.8	13
	603007	8 月 26 日	378.39%	44120
2	同益股份	15.85	88.38	16
	300538	8 月 26 日	490.73%	38890
3	红墙股份	22.46	70.37	12
	002809	8 月 23 日	337%	37845
4	安德利	11.71	63.15	15
	603031	8 月 22 日	408.37%	47820
5	深冷股份	16.67	62.36	14
	300540	8 月 23 日	362.93%	30250
6	欧普照明	14.94	38.59	8
	603515	8 月 19 日	204.89%	30611
7	冰川网络	37.02	146.11	13
	300533	8 月 18 日	388.38%	71889
8	兆易创新	1 月 23 日	177.97	18
	603986	8 月 18 日	660.88%	153721

其中收益最高的兆易创新，单签收益已经接近 15 万元。在已开板的新股里，收益最低的也超过 3 万元，平均一只新股收益超过 5 万元。对于 100 万元的单账户而言，一年只要中上两个，再加上债券利息和股票分红收益，就能够轻而易举地实现 10% 的基本利润率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了，至于股票本身的贝塔收益，赚到就是白赚，赚不到也不着急，这个利润早晚都会回来的。

四、金融期货和期权

除了“打新”策略外，为实现最大限度的现金流战略，我们还需要借助于金融期货和期权等衍生品的力量。利用金融衍生品强大的杠杆特性，节约出大量的现金，从而实现现金流战略目标，这种策略更适合具有一定金融基础和较强金融实践能力的中大资金持有者。

1. 股指期货

股指期货是以股市指数为标的物的期货，买卖双方交易的是一定期限后的股市指数价格水平，通过现金结算差价来进行交割。股票指数期货交易的实质是投资者将其对整个股票市场价格指数的预期风险转移至期货市场的过程，其风险是通过对股市走势持不同判断的投资者的买卖操作来相互抵消的。它与商品期货交易一样都属于期货交易，只是股票指数期货交易的对象是股票指数，是以股票指数的变动为标准，以现金结算，交易双方都没有现实的股票，买卖的只是股票指数期货合约，而且在任何时候都可以买进卖出。

中国金融期货交易所推出的三大股指期货，分别是沪深 300 股指期货、上证 50 股指期货和中证 500 股指期货。沪深 300 指数代表沪深两市大盘，是中国市场的投资基准；上证 50 指数代表蓝筹大盘；中证 500 指数代表沪深两市中小盘的股票。这三大股指期货基本上能够全面地反映 A 股市场的整体面貌。

股指期货合约简介如下：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6-12 股指期货合约简介

	沪深 300 股指期货	上证 50 股指期货	中证 500 股市期货
代码	IF	IH	IC
合约乘数	每点 300 元	每点 300 元	每点 200 元
2016 年 9 月 30 日指数收盘点位	3253.28	2177.35	6328.09
最小变动价位	0.2		
每日价格最大波动限制	上一个交易日结算价的正负 10%		
最低交易保证金	合约价值的 8%		
合约年份	当月、下月及随后两个季月		
交割日	合约到期月份的第三个周五，遇国家法定假日顺延		
交易时间	上午 9:15—11:30，下午 13:00—15:15		

按目前的指数点位计算，一手沪深 300 期指合约对应的标的价值为 100 万元左右（3253.28×300=97.6 万元），上证 50 期指合约对应的标的价值为 66 万元左右（2177.35×300=65.3 万元），中证 500 期指合约对应的标的价值为 130 万元左右（6328.09×200=126.5 万元）。中国金融期货交易所规定最低交易保证金为合约的 8%，正常情况下，投资者拿出 20% 的保证金进行交易就可以了，能节省 80% 的资金，杠杆倍数超过 5 倍。但由于 2015 年 7 月股灾原因，中国金融期货交易所暂时上调保证金至 40%，所以目前而言基本上需要 50% 的保证金在账户里才能做一手，不过这种上调应该只是暂时的，从资本市场的发展角度看，迟早都会恢复正常的保证金水平。

2. 国债期货

国债期货（Treasury Future）是指通过有组织的交易场所预先确定买卖价格并于未来特定时间内进行钱券交割的国债派生交易方式。国债期货属于金融期货的一种，是一种高级的金融衍生工具。它是在 20 世纪 70 年代美国金融市场不稳定的背景下，为满足投资者规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

避利率风险的需求而产生的。美国国债期货是全球成交最活跃的金融期货品种之一。2013 年 9 月6 日，国债期货正式在中国金融期货交易所上市交易。

中国金融期货交易所目前推出了 5 年期国债期货合约和 10 年期国债期货合约，合约标的分别为面值为 100 万元人民币、票面利率为 3%的名义中期国债和面值为 100 万元人民币、票面利率为 3%的名义长期国债。中国金融期货交易所规定的最低保证金只有 2%，在实际交易中，投资者需要交纳更高的保证金，一般 4%～5%就可以做一手，杠杆倍数高达 20%～25%。

一个典型的国债期货合约如下：

表 6-13　10 年期国债期货合约表

合约标的	面值为 100 万元人民币、票面利率为 3%的名义长期国债
可交割国债	合约到期月份首日剩余期限为 6. 5—10. 25 年的记账式附息国债
报价方式	百元净价报价
最小变动价位	0. 005 元
合约月份	最近的三个季月（3 月、6 月、9 月、12 月中的最近三个月循环）
交易时间	9:15-11:30，13:00-15:15
最后交易日交易时间	9：15-11：30
每日价格最大波动限制	上一交易日结算价的±2%
最低交易保证金	合约价值的 2%
最后交易日	合约到期月份的第二个星期五
最后交割日	最后交易日后的第三个交易日
交割方式	实物交割
交易代码	T
上市交易所	中国金融期货交易所

3. 50ETF 期权

期权是一种衍生性金融工具，是指买方向卖方支付期权费（权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利金）后拥有的在未来一段时间内（美式期权）或未来某一特定日期（欧式期权）以事先规定好的价格（履约价格）向卖方购买或出售一定数量的特定标的物的权利，但不负有必须买进或卖出的义务。期权买方拥有选择是否行使买入或卖出的权利，而期权卖方都必须无条件服从买方的选择并履行成交时的允诺。中国 A 股市场上目前只有一种期权，就是上交所 2015 年 2 月推出的上证 50ETF 期权，期货期权（豆粕期权和白糖期权）已于 2017 年推出。

相对于股指期货，期权在交易中更为复杂，同样是开仓，股指期货只有买入开仓和卖出开仓两个方向，但期权却有买入看涨期权、买入看跌期权、卖出看涨期权、卖出看跌期权四个方向，由此衍生出的期权交易策略高达上百种。但是作为资产配置的一个环节，我们无须关注这些复杂的策略，只要提炼出少量关键因素来就可以了。50ETF 期权合约单位为 10000 份 50ETF，一手合约面值相当于 22500 元，比股指期货和国债期货面值小多了，交易中的实际杠杆倍数在 10 倍左右。

上证 50ETF 期权的合约标准如表 6-14 所示：

表 6-14　上证 50ETF 期权合约基本条款

合约标的	上证 50 交易型开放式指数证券投资基金（50ETF）
合约类型	认购期权和认沽期权
合约单位	10000 份
合约到期月份	当月、下月及随后两个季月
行权价格	5 个（1 个平值合约、2 个虚值合约、2 个实值合约）
行权价格间距	3 元或以下为 0.05 元，3 元至 5 元（含）为 0.1 元，5 元至 10 元（含）为 0.25 元，10 元至 20 元（含）为 0.5 元，20 元至 50 元（含）为 1 元，50 元至 100 元（含）为 2.5 元，100 元以上为 5 元
行权方式	到期日行权（欧式）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

合约标的	上证 50 交易型开放式指数证券投资基金（50ETF）
交割方式	实物交割（业务规则另有规定的除外）
到期日	到期月份的第四个星期三（遇法定节假日顺延）
行权日	同合约到期日，行权指令提交时间为 9:15-9:25，9:30-11:30，13:00-15:30
交收日	行权日次一交易日
交易时间	上午 9:15-9:25，9:30-11:30（9:15-9:25 为开盘集合竞价时间） 下午 13:00-15:00（14:57-15:00 为收盘集合竞价时间）
委托类型	普通限价委托、市价剩余转限价委托、市价剩余撤销委托、全额即时限价委托、全额即时市价委托以及业务规则规定的其他委托类型
买卖类型	买入开仓、买入平仓、卖出开仓、卖出平仓、备兑开仓、备兑平仓以及业务规则规定的其他买卖类型
最小报价单位	0.0001 元
申报单位	1 张或其整数倍
涨跌幅限制	认购期权最大涨幅 = max｛合约标的前收盘价×0.5%，min［（2×合约标的前收盘价-行权价格），合约标的前收盘价］×10%｝ 认购期权最大跌幅 = 合约标的前收盘价×10% 认沽期权最大涨幅 = max｛行权价格×0.5%，min［（2×行权价格-合约标的前收盘价），合约标的前收盘价］×10%｝ 认沽期权最大跌幅 = 合约标的前收盘价×10%
熔断机制	连续竞价期间，期权合约盘中交易价格较最近参考价格涨跌幅度达到或者超过 50%且价格涨跌绝对值达到或者超过 5 个最小报价单位时，期权合约进入 3 分钟的集合竞价交易阶段
开仓保证金最低标准	认购期权义务仓开仓保证金 = ［合约前结算价+max（12%×合约标的前收盘价-认购期权虚值，7%×合约标的前收盘价）］×合约单位 认沽期权义务仓开仓保证金 = min［合约前结算价+max（12%×合约标的前收盘价-认沽期权虚值，7%×行权价格），行权价格］×合约单位
维持保证金最低标准	认购期权义务仓维持保证金 = ［合约结算价+max（12%×合约标的收盘价-认购期权虚值，7%×合约标的收盘价）］×合约单位 认沽期权义务仓维持保证金 = min［合约结算价+max（12%×合约标的收盘价-认沽期权虚值，7%×行权价格），行权价格］×合约单位

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从以上介绍中可以看出，无论是金融期货还是期权，都具备较高的杠杆倍数。很多投资者看到这里，可能会比较担心，因为大家的常识是“高杠杆必定伴随着高风险”，而且，据纽约和芝加哥期货交易所统计，80%~95%的业余投资者在期货和期权投机中都处于全面亏损状态。但是，我们在本书的一开始就强调：要投资，不要投机。如果我们用2万元去买一手国债期货，对应了100万元的国债，相当于撬动了50倍的杠杆，这个风险当然极大，分分钟都可能被爆仓。但如果我们本来就有100万元，只用2万元去买一手国债期货，那么其实根本就没有上杠杆，再用另外98万元去吃银行理财的利息，这样的做法，不但没有风险，还能提供一定的增值收入，相当于动用100万元资金，买入100万元国债+98万元银行理财，这就是国债期货的合成资产策略，用等量现金对冲期货的持仓风险。我们在第四节里介绍的商品基金，也可以用100%保证金来进行运作，其中10%保证金用于期货账户的持仓保证金，另外90%的现金用于吃利息。用这样的思想来运作金融期货和期权，既能保证持仓的安全性，又大大提高了资金的使用效率，确保了充沛的现金流。

五、国债期货+沪深300股指期货（IH）配置

国债和股票相关性很小，“国债+股票”的配置符合基本的大类资产配置，利用期货的杠杆功能节省下来的资金可以去吃货币基金和银行理财的利息。一手国债期货合约对应的国债大约为100万元，使用5万元做保证金就很安全了；一手沪深300股指期货合约对应的资金也差不多是100万元，正常情况下使用20万元保证金就够了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两个合约价值共200万元，扣除25万元保证金，还有175万元现金可以去银行理财吃利息，按照3.5%的利息，每个月可以吃到5000元以上的利息收入，现金流入也很理想。

这种配置本质上可以理解为“100万元的国债ETF+100万元的沪深300ETF”，是一种五五开的配置，但如果我们直接持有国债ETF和沪深300ETF，手里就没有任何可用的流动资金，更吃不到额外的利息。而采用“期债+期指”的配置方案，每年也进行定期和不定期的再平衡，相当于在持有国债ETF+沪深300ETF的同时，还能用大量的闲置资金吃利息，等于在风险不变的前提下提高了整体收益，符合资产配置的思想。这种策略唯一要注意的就是平仓风险，就是一定要保证吃进的货币基金或者银行理财是T+0交易，防止因期指、期债大幅下跌来不及追加保证金而被强行平仓，只要资金能及时补充到期货账户中，就没有平仓风险。

六、股指期货吃贴水策略

贴水，是指期货价格低于现货价格的一种表现。目前，无论是沪深300、上证50还是中证500股指期货均存在不同程度的贴水现象，具体情况见表6-15至表6-17：

表6-15 沪深300股指期货

合约名称	合约价格（元）	指数价格（元）	期现差	升水比例	年化升水
IF1611	3344.2	3352.29	-8.09	-0.24%	-6.26%
IF1612	3319.6	3352.29	-32.69	-0.98%	-8.52%
IF1703	3253	3352.29	-99.29	-2.96%	-8.12%
IF1706	3193.4	3352.29	-158.89	-4.74%	-7.72%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6-16　上证 50 股指期货

合约名称	合约价格（元）	指数价格（元）	期现差	升水比例	年化升水
IH1611	2263.8	2270.35	-6.55	-0.29%	-7.56%
IH1612	2253.6	2270.35	-16.75	-0.74%	-6.43%
IH1703	2222.8	2270.35	-47.55	-2.09%	-5.74%
IH1706	2194	2270.35	-76.35	-3.36%	-5.47%

表 6-17　中证 500 股指期货

合约名称	合约价格（元）	指数价格（元）	期现差	升水比例	年化升水
IC1611	6430.4	6455.16	-24.76	-0.38%	-9.91%
IC1612	6349	6455.16	-106.16	-1.64%	-14.25%
IC1703	6134	6455.53	-321.53	-4.98%	-13.67%
IC1706	5945.8	6455.53	-509.73	-7.90%	-12.87%

其中，中证 500 股指期货 12 月合约（IC1612）的贴水程度约为 1.64%，折合年化贴水 14.25%。由于股指期货是现金交割，到交割日时，股指期货必须收敛到现货点位，这就意味着无论指数涨还是跌，投资者都能锁定这 1.64%的利润，平均年化利润达到 14.25%。由于股指期货采用保证金交易，多出的保证金就可以去银行理财吃利息。

假如我们从 2015 年 12 月 1 日开始，吃中证 500 股指期货的贴水，每个月交割前一天换成下一个主力合约，坚持到 2016 年 9 月交割，能得到 3.44 万元的利润，按 50%保证金计算（一手对应 174 万元，一半的保证金约 87 万元），大约为 4%的收益，而中证 500 指数同期却从 7617 点下降到 6278 点，下跌了 17.5%，吃贴水策略跑赢中证 500 指数 21.5%。如果再算上多出的保证金吃的银行理财利息（按 3.5%算），总收益能达到 5.7 万元，而同期买入 174 万元中证 500ETF 的投资者，到 2016 年 9 月 30 日仍将亏损 30 万元，其在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2016 年 2 月 29 日的最大损失甚至超过 54 万元，如此巨大的回撤，不是一般投资者可以承受的。

在投入相同资金的情况下，吃贴水策略盈利 5.7 万元，而直接买入 ETF 的策略却亏损 30 万元，孰优孰劣，一目了然。

表 6-18 为吃贴水策略的每次盈亏情况：

表 6-18 中证 500 期指贴水策略

合约	开仓点位	平仓点位	平仓日期	利润（元）
IC1601	7439	6078	1 月 14 日	-272200
IC1602	5800	5950	2 月 18 日	30000
IC1603	5746	5760	3 月 17 日	2800
IC1604	5577	6381	4 月 14 日	160800
IC1605	6214	5641	5 月 19 日	-114600
IC1606	5469	5912	6 月 16 日	88600
IC1607	5788	6444	7 月 14 日	131200
IC1608	6336	6484	8 月 18 日	29600
IC1609	6379	6270	9 月 14 日	-21800
合计				34400

七、ETF 和期指之间的期现套利

如果期货价格高于现货价格，出现正的价差（价差 = 期货价格 - 现货价格）就是升水。在期指升水的情况下，投资者可以在现货市场上买入期指对应的 ETF，同时在期货市场沽空期指，等待交割日二者的价格收敛，到期锁定利润，这是一种无风险套利策略，同样也会产生强大的现金流。

以沪深 300 股指期货（IF）为例，如果期货价格高于现货价格（数点位），出现升水情况，我们就可以卖出沪深 300 股指期货，同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时买入沪深 300ETF，然后等待期货价格向现货价格收敛，从而赚取无风险利润，具体见表 6-19：

表 6-19　沪深 300 股指期货期现套利

沪深 300 股指期货期现套利		
股指期货（IF1501）	沪深 300（399300）	沪深 300ETF（510300）
2014-12-19　IF1501　3495 点	2014-12-19　3383 点	2014-12-19　时点现价 3.389 元
2014-12-23　IF1501　3425 点	2014-12-23　3324 点	2014-12-23　时点现价 3.421 元

实际操作	
2014-12-19　IF1501　卖空 1 手 资金占用=300×3495×20%=20.97 万元	2014-12-19　买入沪深 300ETF 买入份数=30 万份，占用资金 101.67 万元
2014-12-23　IF1501　平仓 1 手 盈利=300×（3495-3425）=2.1 万元	2014-12-23　卖出沪深 300ETF 盈利=（3.421-3.389）×30 万=0.96 万元
整体盈利=2.1 万+0.96 万=3.06 万元	
整体投入资金=20.97 万元+101.67 万元+5 万元（股指备用保证金）=127.64 万元 盈利比例=3.06/127.64=2.39% 年化收益率=2.39%/5×365=174%	

我们说期现套利是无风险套利，主要是讲期货价格最终收敛于现货价格。当我们做空期货、做多现货时，无论指数中间如何波动，到了交割日，期货价格终将趋向现货价格，二者之间的价差就能被投资者稳稳地吃进来。但这并不表示期现套利真的就一点风险都没有，跟前面两个策略一样，期现套利也存在因保证金不足而导致的平仓风险。当股指行情大幅地快速上涨时，需要采取一些措施保护已有套利头寸的安全，如额外追加资金、ETF 和期货头寸同时减持部分仓位等。在股指期货交割前，有可能出现期现价差不缩小反而一直扩大的情况，从而导致某个时间段里套利账户出现浮亏。由于期现价差必然会缩小为零，高价差只是暂时的，账户浮亏只是暂时的，出现这种情况，我们要冷静等待，有资金的话还可以逢高价差继续建仓。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还有一种反向期现套利。与期指升水相对应的是贴水，理论上如果出现较大的贴水时，投资者可以在二级市场上卖空 ETF，同时在期货市场做多股指期货，等待二者价差收敛，然后获利离场。但由于我国 A 股市场上做空 ETF 比较困难，大部分时候都缺乏足够的融券额度，无法实现对 ETF 的做空，而且就算能融到 ETF，融券利息也比较高，成本挺大。所以，这种融券 ETF 的反向期现套利行为在我国的资本市场不具备实际操作条件。

八、期权合成与期指之间的期现套利

除了用 ETF 和期指配对交易进行期现套利外，我们还可以用期权合成的方式来实现期现套利，包括期权合成多头进行正向期现套利、期权合成空头进行反向期现套利。期权合成多头就是用期权代替买入 ETF，同时做空期指，实现无风险套利；期权合成空头就是用期权代替融券做空 ETF，同时做多期指，实现无风险套利。

下面我们用期权合成空头的例子来说明如何实现反向期现套利，套利之前，我们先看一下期权平价公式：

$$C+K=P+S$$

其中，C 是看涨期权价格，K 是期权的行权价格，P 是看跌期权价格，S 是标的物价格。在 50ETF 期权中，S 就是 50ETF 价格。

变换一下公式：

$$S=K+C-P$$

也就是说，理论上，50ETF 价格应该等于行权价加上看涨期权价格再减去看跌期权价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假如50ETF当前价格为2.44元，50股指期货IH1612的价格为2373.4元，行权价为2.35元的12月看涨期权为0.0866元、看跌期权为0.0118元，我们用期权平价公式再来计算一下：

$$2.35+0.0866-0.0118=2.4248$$

而50ETF当前价为2.44元，比理论价格高出0.0152元，这就意味着行权价为2.35元的看涨和看跌期权现在也处于贴水状态。

如果此时合成期权空头，就要卖出0.0866的认购期权、买入0.0118的认沽期权，空头成本为2.4248元。

如果此时合成期权多头，就要买入0.0866的认购期权、卖出0.0118的认沽期权，多头成本为2.4248元。

现在我们知道，不管合成多头，还是合成空头，成本价都是2.4248元，低于标的ETF的价格。

按照期权平价公式，我们就应该做空50ETF，合成期权多头。不过，前面说了，做空ETF几乎不可能，所以，这个问题就不再讨论了，我们重点关注如何实现期现套利。

期权平价公式比较的是标的ETF和期权之间的价格关系，期现套利关注的则是期指和期权之间的价格关系。前面看到了50ETF价格比期权要高估，现在我们来比较期指和期权合成价格到底孰高孰低，如果期指低估，就可以合成期权空头、做多期指。由于期指有贴水，所以会有较大程度的利润。

当前50股指期货的价格是2373.4元，50ETF的价格为2.44元，期权合成价格为2.4248元。为便于比较，我们将期权合成的价格变为2424.8元。

在不考虑分红和手续费的情况下，我们发现，期权合成价格比期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指价格高出 51.4 元，意味着期指对期权合成价格贴水 2.16%，应该可以合成期权空头、做多期指。一张股指期货合约对应 30 张期权合约。

合成期权空头：

（1）卖出 30 份行权价为 2.35 元的认购期权（价格为 0.0866 元）、买入 30 份认沽期权（价格为 0.0118 元），期权合成空头的成本为 2.4248 元；

（2）买入 IH1612，价格为 2373.4 元，多头成本为 2.3734 元；

（3）一张股指期货合约资金 = 2373.4×300 = 712020 元；

（4）合成期权空头 30 张，合约资金 = 30 × 10000 × 2.4248 = 727440 元；

（5）套利收益 = （2424.8 - 2373.4）× 300 = 51.4 × 300 = 15420 元。

但实际上，套利收益并没有这么高，原因如下：

（1）股指期货价格收敛于指数，并不收敛于 ETF，我们上述计算是假设收敛于 ETF 的。

（2）ETF 还有未分的红利，而指数已经分过红了，所以 ETF 价格高于指数。

（3）ETF 不可能那么精准对应指数，存在一个未分红误差区间，假如是 34 点的误差，51.4-34 = 17.4，实际套利中，可能只有 5000 多元的利润。

（4）具体误差区间，到底是 30 多还是 50 多，需要投资者以丰富的经验来判断，笔者在撰写本书时，上证 50ETF 公告每份分红 0.053 元，折合 53 个点，意味着 2016 年下半年建仓需要考虑 50 个点的误差。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

九、国债期货套利

1. 跨期套利

国债期货的跨期套利是指投资者在同一交易所，利用同一种期货品种不同交割月份合约之间的价差变化进行交易，从而获取一定的利润，跨期套利分为买入跨期套利和卖出跨期套利。

买入跨期套利又称“牛市套利”。在债券牛市中，近期合约的涨幅一般要大于远期合约，投资者可以通过买入近月合约、做空远月合约的方式，来实现买入跨期套利。

卖出跨期套利又称“熊市套利”。在债券熊市中，近期合约的跌幅一般要大于远期合约，投资者可以通过卖出近月合约、做多远月合约的方式，来实现卖出跨期套利。

2. 跨品种套利

无论是卖出跨期套利还是买入跨期套利，都需要投资者准确的判断，否则仍然会遭受较大的亏损。由于中国国债期货市场上只有当月合约成交最为活跃，远月合约成交比较清淡，所以跨期套利目前并不适用，好在还有跨品种套利。

中国金融期货交易所目前共推出了两个国债期货品种，一是5年期国债，二是10年期国债。二者具备高度的相关性，但也存在不同的收益率曲线。一般来说，期限较长的债券对利率变动的敏感程度要大于期限短的债券。当市场利率上升或下降时，长期债券价格的下跌或者上涨的幅度将大于短期债券价格的下跌或上涨幅度。

在目前比较宽松的货币政策环境下，如果市场利率看不到上升

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的苗头，利率债就应该会继续走高。也就是说，10 年期国债期货的上涨幅度应该大于 5 年期国债期货，我们就可以做多 10 年期国债期货、做空 5 年期国债期货。由于做多 10 年期国债期货的利润大于做空 5 年期国债期货的亏损，因此就能锁定利差，实现成功套利。反之，如果因为汇率等因素，市场利率预计上升，利率债就会走低，这时就要反过来做了。

国债期货也存在期现套利。当国债现货价格低于经转换因子调整后的国债期货价格时，同时建立国债现货多头和国债期货空头，锁定负基差，当组合持有到期时基差上升至趋于零或者等到交割日，即可获取收益。但是相对于股指期货的期现套利，国债期货更复杂一些，加之国债市场主要为机构持有，个人投资者基本上没有机会吃到国债期货的期现套利利润。

十、用期权创造现金流

在中国的资本市场上，期权是一个很新的事物，推出时间短、交易门槛高、参与人数少和期权品种少等现状使绝大多数人对期权不了解，总以为期权太复杂、风险太大，不敢贸然参与其中。但实际上，在整个资本市场上，期权绝对算是一颗最亮的明珠，虽然复杂，但也极为强大，无论是保守型投资者还是激进型投资者都能从中找到一款适合自己的策略。只要我们能够学会去芜存菁、去繁就简，就一定能够感受到期权所带来的惊喜。虽然期权的玩法太多、太复杂，但我们可以放弃各类高难度的策略，只介绍一种适合保守型投资者的低风险投资思路，学习如何利用期权创造强大的现金流，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这就是期权的一个基础策略：备兑开仓。

备兑开仓是指投资者在持有一定数量股票的基础上，同时卖出相应数量的认购期权。以上证 50ETF 期权为例，投资者在股票市场持有 1 万份 50ETF，同时在期权市场卖出 1 手认购期权（1 手期权对应 1 万份 50ETF），得到一定的权利金，这样的行为就是备兑开仓。如果到期 50ETF 价格没有波动，甚至轻微下跌，投资者就能吃到权利金，并且可以继续卖出下一期期权，反复吃权利金，从而令自己每个月都有权利金收入，这个现金流是非常强大的，并且风险完全可控。如果 50ETF 到期价格上涨，超过行权价，投资者有可能被行权，被迫以行权价卖出手里的 ETF，这时候，得到的收益除了权利金，还有 50ETF 上涨到行权价时的利润；如果 50ETF 大跌，跌幅超过权利金时，投资者才会出现亏损。

换句话说，备兑开仓在股票大涨、不涨和轻微下跌时，投资者都能获利，并且从卖出认购期权的那一刻起，利润就进入到投资者的账户中；只有在股票大跌时，才会亏损。这跟买股票完全不同：买入股票后，如果股票不涨或者下跌（无论大跌还是轻微下跌）投资者都不能盈利；股票轻微上涨，扣除佣金和税费等，投资者也赚不到什么钱；只有股票大涨才能赚钱。从概率角度看，备兑开仓在开仓的那一刻就大概抓住了利润的翅膀，而单纯地购买股票，却大概要输掉利润。

我们用一个实际的备兑开仓例子来说明：

1. 投资者以 2.244 元的价格买入 2 万份 50ETF，总投入 4.48 万元。

2. 分别卖出当月行权价为 2.25 元和 2.3 元的认购期权各一手，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

距交割日还剩 16 天元。

3. 行权价 2.25 元的权利金为 249 元，行权价 2.3 元的权利金为 106 元，卖出两手认购期权得到权利金 355 元。

4. 如果到期 50ETF 不涨不跌，投资者就能得到 355 元利润：

收益率＝355/44800＝0.79%；

折算成年化收益＝18%。

5. 如果到期 50ETF 大涨，超过 2.3 元的行权价，投资者除了得到 355 元利润外，还能得到 50ETF 上涨到行权价时的利润：

总利润＝355+10000×（2.25−2.244）+10000×（2.3−2.244）＝975 元。

收益率＝2.17%；

折算成年化收益率＝49.6%。

6. 如果股市下跌，由于投资者共有 355 元权利金，虽然当初是以 2.244 元买入 50ETF 的，但只有当跌破 2.226 元以后，才会出现亏损。权利金相当于投资者的一个保护垫。

当股市大跌后，50ETF 会出现亏损，但是没有关系，投资者仍然可以继续卖出下一期的认购期权，用权利金来弥补一定程度的亏损，通过反复的备兑开仓，实现正的现金流入。

备兑开仓的风险在于，如果卖出的权利金太少，再遭遇股市暴跌，投资者也可能会出现较大的亏损，所以选择一个波动小、价格比较稳定的投资标的进行备兑开仓是一个基本原则，以尽量减轻价格波动导致的浮亏。

还有一种备兑开仓，我们可以买入上证 50 股指期货吃贴水，同时卖出虚值 50ETF 期权吃权利金，这种策略在利润上得到了双重保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证，风险上被适度保护，节省下的资金仍然可以去银行理财吃利息，算是增强型备兑开仓。

除了备兑开仓，卖出无保护的认沽期权，也是一个很好的现金流生成方式。本质上卖出无保护的认沽期权和备兑开仓都是一个性质，投资者可以单独选择备兑开仓获取稳定收益，也可以单独卖出认沽期权得到稳定收益，还可以将备兑开仓和卖出认沽期权配合使用，同时卖出收获稳定收益，这些都是极佳的低风险投资策略。

十一、现金管理

无论期指、期债还是期权，都天然自带了高倍杠杆，为我们节省下大量现金。如何高效管理好这笔现金，是投资者必备的一项重要技能。良好的现金管理在资产配置中提供大量稳定的利息收入，是投资组合中最牢固的基础部分。

现金管理要求资金安全性高、流动性强、具备一定的收益率，市场上可用的现金管理工具包括存款、货币市场基金、银行理财产品、银行大额存单（CD）、央行票据、短期债券、国债逆回购等，其中由于存款利率太低、银行大额存单门槛较高且收益率并不令人满意、央行票据只适合大规模企业的财务公司，所以我们重点关注货币市场基金、银行理财产品和国债逆回购，以及货币市场基金的无风险套利。

1. 货币市场基金

货币市场基金是投资货币市场工具的基金，主要投资品种包括短期国债、商业票据、银行承兑汇票、银行大额存单、国债逆回购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等标准化证券，具有极低的风险、本金安全有保障、流动性好、短期收益高、无申购赎回费用等优点。

一个典型货币基金的投资范围包括：

（1）现金；

（2）通知存款；

（3）短期融资券；

（4）1年以内（含1年）的银行定期存款、大额存单；

（5）期限在1年以内（含1年）的债券回购；

（6）期限在1年以内（含1年）的中央银行票据（以下简称央行票据）；

（7）剩余期限在397天以内（含397天）的债券；

（8）剩余期限在397天以内（含397天）的资产支持证券；

（9）剩余期限在397天以内（含397天）的中期票据；

（10）中国证监会认可的其他具有良好流动性的货币市场工具。

从银行等场外渠道购买的货币基金一般都是T+1或T+2产品，即申购赎回都需要1天到2天，而在沪深交易所上市的货币市场基金，大部分都能实现T+0，即当天买入当天卖出，流动性更强。场外货币基金的收益率要比场内货币基金略高，对于不那么追求极高流动性的资金，可以选择场外货币基金；但对用于期指、期债和期权备用保证金的资金而言，必须选择T+0货币基金，以随时应对可能提高的保证金要求，此时场内货币基金就是最好的选择。当前场外货币市场基金的平均7日年化收益率约2.55%，场内货币市场基金的平均7日年化收益率约2.5%，均高于1.5%的一年期银行存款利率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 银行理财产品

银行理财产品包括低风险的投资于货币市场工具的理财产品和高风险的投资于证券市场的理财产品，前者本质上是一种货币基金，后者相当于股票型基金。由于我们只考虑低风险的银行理财产品，故本节所说的银行理财产品特指低风险产品。一款典型的银行理财投资对象说明书如下：

本理财计划资金由招商银行投资于银行间和交易所市场信用级别较高、流动性较好的金融资产和金融工具，包括但不限于债券、资产支持证券、理财直接融资工具、资金拆借、逆回购、银行存款、券商收益凭证等，并可通过信托计划、定向资产管理计划等资产管理计划进行投资。

其投资比例区间说明如下：

理财产品存续期内可能因市场的重大变化导致投资比例暂时超出如下区间，银行将尽合理努力，以客户利益最大化为原则尽快使投资比例恢复至如下规定区间。

表 6-20 银行理财的投资品种

投资品种	计划配置比例
国债、政策性金融债、央行票据	0%～40%
银行间及交易所债券资产	30%～100%
信托计划、定向资产管理计划、券商收益凭证	0%～50%
银行存款、逆回购	0%～70%
其他固定收益金融资产	0%～70%

从货币市场基金和银行理财产品的投资范围上看，货币市场基金更为规范，其安全性要稍高些，而银行理财产品由于投资了信托计划、定向资产管理计划、券商收益凭证等，使其不确定性较货币

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场基金更大，但总体来说，二者风险基本相差不大。银行理财产品也分 T+0 和 T+1，市场上比较好的 T+0 理财产品，平均 7 日年化收益率较同类货币市场基金稍高些，大约能达到 2.9%。

3. 国债逆回购

国债逆回购是一款标准的安全性高、流动性强、收益率不错的现金管理工具，国债逆回购共涉及三方：投资者、融资者和沪深交易所。通过交易所，投资者将空闲的资金借给融资者以获取利息收入，而融资者以标准券进行质押从投资者处借钱并支付利息。国债逆回购的实质就是一种短期贷款，持有现金的投资者将钱借给持有债券的融资者从而获取一定的利息。国债逆回购的本金和利息都能得到保障，没有违约风险，安全性极高。

沪深交易所共提供了 9 个品种的国债逆回购，期限分别为1 日、2 日、3 日、4 日、7 日、14 日、28 日、91 日和 182 日，详细情况见表 6-21：

表 6-21　上交所逆回购品种

逆回购品种	上交所代码	上交所名称	深交所代码	深交所名称
1 日国债逆回购	204001	GC001	131810	R-001
2 日国债逆回购	204002	GC002	131811	R-002
3 日国债逆回购	204003	GC003	131800	R-003
4 日国债逆回购	2304004	GC004	131809	R-004
7 日国债逆回购	204007	GC007	131801	R-007
14 日国债逆回购	201014	GC014	131802	R-014
28 日国债逆回购	204028	GC028	131803	R-028
91 日国债逆回购	204091	GC091	131805	R-091
182 日国债逆回购	204182	GC182	131806	R-182

上海交易所逆回购最低起点为 1000 张，每张 100 元，按 10 万元递增；深圳交易所逆回购最低起点为 100 张，每张也是 100 元，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

按1万元递增。逆回购投资者可以在交易软件买卖股票的界面中，输入204001或其他相应的代码，选择“卖出”，就可以实现逆回购操作，资金和利息当晚就能到账，第二天可以继续使用。其间不需要投资者做任何操作，系统自动完成划转，T+2日可以取出资金。

国债逆回购的平均利息能超过1年期定期存款，在资金紧张时，能高达十几个点甚至几十个点，图6-3为2015年2月10日当天，204001最高利息达到65%，当日成交额接近4000亿元，仅这一个品种，就比沪深股市一天的总交易额都高。就在笔者撰写本节时，1天逆回购的交易额已经超过8000亿元了。

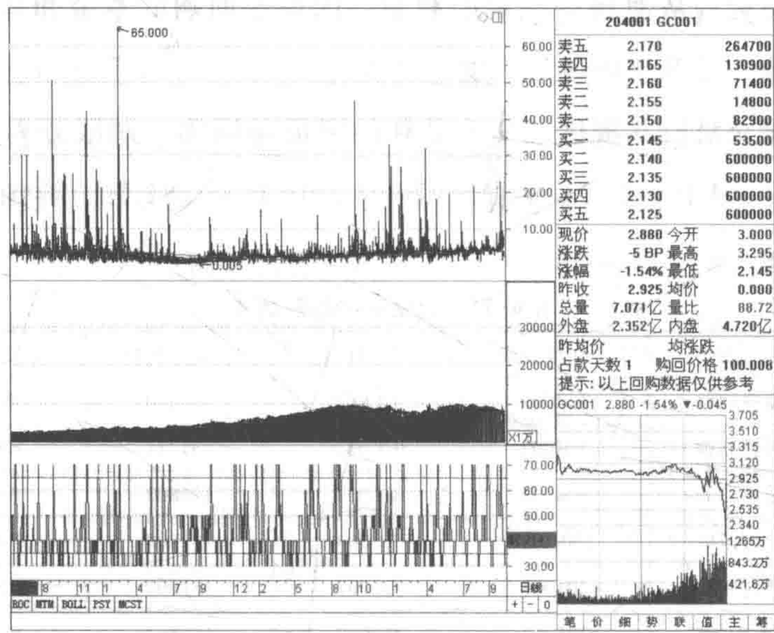


图6-3 204001的价格走势

4. 货币市场基金的无风险套利

目前在沪深交易所上市的场内货币基金大约有42只，其中有30只货币基金可以实现T+0买卖，当日赎回的话，T+2资金可用；另

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外12只货币基金则是T+0申赎，但不能进行买卖。货币基金的无风险套利是指当日可以实现T+0买卖的货币基金，在二级市场的市值严重低估，低于其净值时，投资者就可以抓住机会，买入市值较低的货币基金，成交后立刻将其按净值赎回，从而吃到市价和净值之间的差价。

本质上，这种套利也是利用货币基金在两个不同交易市场上的定价错误，买入低估市场上的货币基金，然后到正常市场上卖出。这种情况一般不常发生，但在资金紧张时会出现，像2015年资金“打新”期间，市场上需要大量资金“打新”，场内交易的货币基金就会折价交易，给投资者提供无风险套利机会。在2016年12月15日，市场又出现一次错误定价，交易所交易的货币基金出现大面积折价。以银华日利为例，当时市价102.088元，净值102.541元，投资者能够以102.088元买入银华日利后，立即赎回，基金公司会以每份102.541元的价格将钱打到投资者的账户，年化收益高达40.49%。

货币基金套利既能保持高度的流动性，又能提供较好的利润率，是对普通现金管理工具的良好补充。

十二、综合运用

当前形势下很值得推荐的一款现金流战略配置策略，可以在“30%的具有稳定股息的蓝筹股+70%的现金”基础上来实现，其中30%的股票用于打新股，70%的现金闲时可以吃年化3个点的T+0货币基金或银行理财产品，一旦期指、期权和期债出现可观的利润，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者就能调出部分资金，利用杠杆去吃贴水、期权权利金或者低风险套利的利润，其中股票提供贝塔收益，新股和期指贴水、期权权利金及套利提供阿尔法收益，现金提供利息收入。这种策略最糟糕的情况是贴水消失、期权权利金太低、缺乏套利机会、股票持续下跌，但起码还有新股利润和70%货币基金提供的利息收入，确保一定的现金流入，供投资者等待时机，保持投资信心；如果贴水消失、期权权利金太低、缺乏套利机会，但股票还能保持一定的增长，起码还能吃到贝塔收益和货币基金的利息收入，实现最基本的股债平衡配置效果；最乐观的情况下，既能吃到股票收益和新股利润，又能吃到期指贴水、期权权利金和套利利润。由此可见，基于现金流入的资产配置策略，因为利润来源比较广泛，优于传统的资产配置策略，能在最大限度上为投资者提供下跌保护，贡献利润，具有很强的可操作性。

结合期指、期权进行的现金流战略变化多端，投资者不必拘泥于某一种，由于我国的资本市场也是比较有效的，无论是吃贴水、套利还是备兑开仓，都不能保证投资者一定能赚钱，更不能保证投资者可以始终从中赚取高额利润，有些时候吃贴水利润大，有些时候备兑开仓利润大，有些时候套利利润大，所以我们要综合运用以上的这些策略，尽最大能力追求绝对收益，提高投资效率，降低投资风险，实现阿尔法收益和利息收益的双丰收。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录 主权财富基金和对冲基金

一、主权财富基金（Sovereign Wealth Funds，SWFs）

世界上第一只主权财富基金诞生于1953年的科威特。为减少其对石油资源的依赖性，科威特成立了科威特投资委员会（后更名为科威特投资局），将其出口石油所赚的外汇储备用于海外投资。经过60多年的发展，目前在全球已建立了78只主权财富基金，资产总规模约为7.4万亿美元，比全球对冲基金和ETF加在一起的规模还要大。其中，74.32%的财富都集中在前10大主权财富基金里，资产合计约为5.5万亿美元，而排名第一的挪威政府养老基金资产规模约为8850亿美元，占了16%的比重。

虽然60多年前就出现了主权财富基金，但这一概念却是在2005年才被Razanov首次提出的。他认为，主权财富基金既不同于传统的政府养老金，也不同于货币当局手里用来保持币值稳定的外汇储备资产，主权财富基金应该是一国财政盈余的副产品，资金来源大多为自然资源出口，少部分来自央行储备。主权财富基金成立的目的包括：将本国预算和经济与外部波动绝缘，协助货币当局冲销过剩的流动性，为子孙后代建立储备，用于支持本国的经济和社会发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

欧盟（EU）将主权财富基金定义为政府拥有的投资媒介，其主要资金来源于外汇储备；而国际货币基金组织（IMF）认为，主权财富基金是由政府所有或控制的，为达到一定目的而设立的公共投资基金，这类基金跟随中长期宏观经济和金融目标而持有、管理及运作资产，并运用一系列投资策略投资于国外金融资产。美国财富基金研究院则认为，主权财富基金应该是一个政府所有的投资基金或者实体，其资金来源于国际收支盈余、官方外汇业务、私有化所得、政府的转移支付、财政盈余和商品出口收入；主权财富基金应当包括货币当局的外汇储备资产、传统意义上的国有企业和政府雇员养老基金。作为普通投资者，站在资产配置和财富增值的角度看，不管哪种定义，都不影响我们对主权财富基金的理解，但由于我们引用的相关数据均来源于美国财富基金研究院官网，所以本书将采纳美国财富基金研究院对主权财富基金的定义。

根据各个国家设立主权财富基金的不同目的，可以将其分为五大类型：

（1）稳定型主权财富基金

稳定型主权财富基金主要用于防止财政收入意外减少时对国家经济和财政预算的影响，跨期平滑国家收入。

（2）冲销型主权财富基金

冲销型主权财富基金用于协助中央银行分流外汇储备，干预外汇市场，冲销市场过剩的流动性。

（3）储蓄型主权财富基金

储蓄型主权财富基金用于应对老龄化社会以及自然资源收入下降对本国养老金体系的挑战，跨代平滑国家财富，为子孙后代积蓄财富。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（4）预防型主权财富基金

预防型主权财富基金用于预防国家社会经济危机，促进经济和社会的平稳发展。

（5）战略型主权财富基金

战略型主权财富基金用于支持国家发展战略，在全球范围内优化配置资源，培育世界一流的企业，更好地体现国家在国际经济活动中的利益。

迄今为止，在全球范围内已设立了主权财富基金的国家和地区中，由资源输出国或大宗商品出口国利用相应的出口收入创建主权财富基金的，有阿拉伯联合酋长国、科威特、沙特、卡塔尔等 OPEC 产油国，俄罗斯、挪威、文莱等非 OPEC 产油国，以及美国阿拉斯加等盛产石油的独立地区，同时还有铜矿出口国智利以及钻石出口国博茨瓦纳等；由长期以来存在持续贸易顺差的东亚新兴市场国家和地区利用国际收支盈余创建的主权投资基金的，有新加坡、马来西亚、韩国和中国等。

根据美国主权财富基金研究所（SWFI）2016 年最新数据，在全球 10 大主权财富基金中，挪威政府养老基金以 8850 亿美元资产规模傲视全球主权财富基金，中国投资有限责任公司以 8138 亿美元居第二位，阿拉伯联合酋长国的阿布扎比投资局以 7920 亿美元居第三位。中国国家外汇管理局下属的华安投资公司以 4740 亿美元居第六位，香港金融管理局投资组合以 4424 亿美元居第七位，全国社保基金以 2360 亿美元居第十位。前十大主权财富基金所管理的资产规模均在 2300 亿美元以上，第一名挪威政府养老基金所管理的资产规模是第十名我国全国社保基金的 3.75 倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附表 1　全球十大主权财富基金

序号	基金名称	规模（亿美元）	国家或地区	成立时间	资金来源
1	挪威政府养老基金	8850	挪威	1990	石油
2	中投公司	8138	中国	2007	非大宗商品
3	阿布扎比投资局	7920	阿拉伯联合酋长国	1976	石油
4	沙特阿拉伯货币管理局	5984	沙特阿拉伯	N/A	石油
5	科威特投资局	5920	科威特	1953	石油
6	华安投资公司	4740	中国	1997	非大宗商品
7	香港金融管理局投资组合	4424	中国香港	1993	非大宗商品
8	新加坡政府投资公司	3500	新加坡	1981	非大宗商品
9	卡塔尔投资局	3350	卡塔尔	2005	石油
10	中国全国社保基金	2360	中国	2000	非大宗商品
合计		55186（亿美元）			

当前的主权财富基金已经成长为全球金融市场上重要的机构投资者，投资管理风格日趋主动、活跃，其资产分布不再局限于传统投资工具，而是着眼于包括股票和其他风险性资产在内的全球性多元化资产组合，甚至扩展到了外国房地产、私人股权投资、商品期货、对冲基金等非传统类投资类别。

1. 科威特投资局（KIA）

科威特投资局的资产配置大致按以下比例配置：

按资产类别划分：

股票：57%，资产配置目标为 55%~65%；

债券：15%，资产配置目标为 15%~22%；

房地产：3%，资产配置目标为 8%~12%；

另类资产：2%，资产配置目标为 4%~6%；

现金：23%，资产配置目标为 3%~7%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

按地区划分：

美国：53%，资产配置目标为38%～43%；

欧洲：32%，资产配置目标为38%～43%；

亚洲（包括日本）：9%，资产配置目标为13%～17%；

新兴市场：6%，资产配置目标为4%～6%。

此外，据报道，科威特投资局目前有超过70亿美元的债券和股权专用投资资金，超过30亿美元的另类资产（私募股权、房地产、对冲基金）专用投资基金。而目前另类投资中的直投项目（Direct Investment）所关注的重点是单笔不低于3亿美元的投资，来自东欧、中国、印度和越南等新兴市场的机会，来自金融、房地产、基础设施和消费产品等行业的机会。

2. 挪威政府全球养老基金（GPFG）

受益于全球股票市场的全面上涨，继2012年13.4%的高回报率后，2013年，挪威政府全球养老基金收益再攀新高。其年报显示，基金总回报率达15.9%，高于挪威政府财政部设定的基准指数1个百分点。投资涉及82个国家和地区以及44种货币，欧洲依然是其最大的投资市场，投资权重为45.2%，较2012年下降2.8个百分点，而在北美和亚洲市场的投资权重为32.8%和14.8%，分别增长了0.6个百分点和1.9个百分点。

挪威政府全球养老基金的资产配置如下：

股票投资：61%；

固定收益投资：37.3%；

房地产投资：1%。

3. 新加坡政府投资公司（GIC）

新加坡政府投资公司的资产配置如附表2：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附表 2 GIC 的资产配置

投资标的		所占比重（%）	
公开市场股票	发达市场股票	30	45
	新兴市场股票	15	
固定收益	名义债券	15	17
	通货膨胀率连结债券	2	
另类投资	房地产	10	17
	私募基金、基础设施	11	
	绝对回报策略	3	
	天然资源	3	
现金与其他		11	11

新加坡政府投资公司42%的资产分布在美洲、26%的资产分布在欧洲、29%的资产分布在亚洲、3%的资产投资于澳大利亚，其中直接投资美国的资产比重为33%。

二、对冲基金（Hedge Fund）

在金融学意义上，对冲是指投资者在交易过程中同时进行两笔行情相关、方向相反、数量相当、盈亏相抵的交易，即投资者买入一个品种的同时又卖出高相关性的另一个品种，两个品种的涨跌幅一致，但强弱不同，从而获取价差利润。对冲的目的是化解和降低投资风险，对冲基金的本意是“将风险对冲过后的基金”，但是经过几十年的演变，对冲基金已经超出了“对冲风险”的基本含义，成为一种承担高风险、追求高收益的投资模式。

世界上第一只对冲基金由美国人阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯于1949年在纽约百老汇一个只有半间房屋的办公室里创立。在传统的投资策略里，如果投资者看好一只股票，就会买入做多；看空一只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票，则会卖出做空。多空操作是独立的，相互之间没有联系。而琼斯把多空操作结合在一起进行对冲，从而承担较小的市场风险和择股风险，赚取更高的利润。举个例子，假设有两个投资者，每人都有1万美元，甲投资者采用传统的投资策略，用8000美元买股票、2000美元买债券；乙投资者采用琼斯的对冲手法进行投资，先借入1万美元使资金规模达到2万美元，然后用1.3万美元买入好的股票，用7000美元卖空不好的股票。乙投资者用1.3万美元可以买入比甲投资者更多的股票，多样化程度更高，从而降低了择股风险；用7000美元卖空股票，从而降低了市场风险。从1949年创立对冲基金开始到1968年的19年时间里，琼斯的基金净值一共增长了48倍，相当于每年22.6%的回报率。

虽然对冲基金在20世纪50年代就已经出现，但是，它在其后的30年间并未引起人们的太多关注，直到20世纪80年代，随着金融自由化的发展，才有了更广阔的投资机会，从此进入了快速发展的阶段。20世纪90年代，世界通货膨胀的威胁逐渐减少，同时金融工具日趋成熟和多样化，对冲基金进入了蓬勃发展的阶段。截至2014年第三季度末，全球有1万多家对冲基金管理公司，整个对冲基金市场资产管理规模达到2.82万亿美元。根据德意志银行的投资调查报告，2016年，对冲基金的资产规模增长约5%，突破3万亿美元大关，和全球ETF的总规模相当。而全球大部分对冲基金自身的规模并不大，通常比传统共同基金规模要小得多，因为中小规模对冲基金市场往往策略多元化，能够满足不同个性化资产配置需求的投资者。

同主权财富基金一样，对冲基金的资产配置也从股票、债券、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商品期货、房地产和货币等大类资产中进行选择，并且赋予不同的权重。所不同的是，对冲基金会重点追逐某类资产的超额利润，通过股票多空策略、兼并套利策略、事件驱动策略、相对价值套利策略、可转换套利、统计套利等策略提高基金的收益率。

1. 量子基金

量子基金前身是索罗斯于 1969 年成立的双鹰基金，1973 年更名为索罗斯基金，1978 年更名为量子基金。量子基金最著名的战绩一个是1992 年做空英镑，扳倒了英格兰银行，盈利超过 10 亿美元；另一个是 1997 年亚洲金融危机时，攻击泰铢，盈利 7.5 亿美元。

早在 1990 年，柏林墙倒塌后，量子基金认为德国政府将实施大规模的预算赤字，而预算赤字会增加通货膨胀的压力，而中央银行会提高利率，采取紧缩政策对抗通货膨胀风险，于是全力做多德国马克；之后，德国马克上涨 25%，量子基金在当年获得了 29.8% 的回报。这是量子基金在全球宏观投资策略上的一个预演。

1992 年，统一的德国为了应对通货膨胀的压力，需要进一步提高利率，但此时欧洲其他各国却在经历着经济衰退，迫切需要降息。如果德国加息，欧洲其他各国的资金将涌入德国，将会导致英镑价格进一步走低。量子基金抓住这个机会，动用了 100 亿美元做空英镑（买入德国马克卖出英镑），而英国央行消耗了 270 亿美元储备也没能逆转英镑的颓势，最后以英镑对德国马克贬值 14%、英国宣布退出欧洲汇率机制而告终。

20 世纪 90 年代的泰国经济高速发展，外资大量涌入，股市和房地产一路走高，到处都是一片繁荣的景象，但其背后却隐藏着巨大的危机。由于泰铢实行与美元挂钩的政策，美元对日元持续升值，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使泰铢也非常强劲，这令泰国的出口贸易遭受到中国等低成本竞争对手的巨大打击，加之日本经济衰退，大量日资撤出泰国，泰国对日本的贸易出口也大大减少，泰国政府的贸易账户不断恶化，泰铢贬值的风险越积越高。1997年，以量子基金为首的国际对冲基金将目标瞄准了泰铢。他们先以泰铢利率借入泰铢，然后在现汇市场上抛售泰铢，换回美元，再以美元利率借出。当泰铢贬值或泰铢与美元利差扩大时，对冲基金就将获利。从1997年5月开始，对冲基金和跨国银行等就开始大举做空泰铢。泰铢对美元汇率屡创新低。1997年7月2日，泰国央行耗尽了300亿美元外汇储备后，宣布放弃泰铢与美元挂钩的汇率，实行浮动汇率，当日泰铢下跌20%，亚洲金融风暴也由此拉开了序幕。

2. 长期资本管理公司（LTCM）

长期资本管理公司由约翰·梅利韦瑟于1994年在离纽约不远的格林尼治镇成立，主要从事国际债券套利。约翰·梅利韦瑟是芝加哥大学的MBA，后来加盟所罗门兄弟公司，被誉为“华尔街债券套利之父”。长期资本管理公司聚集了1997年诺贝尔经济学奖获得者罗伯特·莫顿和马尔隆·斯科尔斯、前美联储副主席戴维·马林斯、前所罗门兄弟公司债券交易部主管艾里克·罗森菲尔德等业界精英，阵容之豪华可谓空间绝后。中国香港土地与开发署、新加坡政府投资公司、中国台湾银行、曼谷银行、科威特国有养老基金、意大利央行和日本及欧洲的金融机构纷纷投资这只对冲基金；好莱坞巨头、耐克的CEO、麦肯锡的合伙人等社会名流也蜂拥而至购买他们的对冲基金；圣约翰大学、耶斯希瓦大学和匹兹堡大学的捐赠基金也掏出钱来加入长期资本管理公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

梅利韦瑟相信数学模型能够揭示债券市场的秘密，他们将金融市场的历史资料、相关理论和市场信息有机地结合在一起，通过电脑进行处理，形成了一套完整的电脑数学自动投资系统模型。如果两种不同的债券间价差偏离历史价差过大，电脑就会指令建仓，买入低估的债券、卖出高估的债券，等待价差收敛，从而获利。通过这种策略，在高倍杠杆的作用下，长期资本管理公司的资产净值从1994年的12.5亿美元，迅速增长到1997年的48亿美元，每年的回报率平均超过40%。更令人惊叹的是，他们几乎从无亏损，没有波动，这也意味着没有风险。著名的金融学家夏普曾疑惑不解地问斯科尔斯：你们的风险在哪里？斯科尔斯也直挠头：没有人知道风险到哪去了。

亚洲金融危机之后，长期资本管理公司认为，发展中国家债券和美国政府债券之间的利差过大。他们预测，发展中国家债券利率将逐渐恢复稳定，两者的利差会最终缩小，所以他们大量买入有风险的债券，卖空相对稳定的债券。1998年8月，俄罗斯国内经济不断恶化，石油价格暴跌了33%，莫斯科股票市场内跌了75%，短期利率飙升至200%。1998年8月17日，俄政府宣布拒绝偿还外债，卢布贬值，停止国债交易，引发了巨大的全球金融动荡。投资者纷纷从发展中国家市场退出，转而持有美国、德国等风险小、质量高的政府债券进行避险，有风险的资产和无风险资产之间的价差越拉越大。在强大的“金融海啸”的冲击下，长期资本管理公司全面溃败，只用了150天，就跌破了90%的净资产，出现了43亿美元的亏损，仅剩5亿美元净值，进入破产边缘。

1998年9月23日，美联储召集美林证券、高盛等14家国际性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融巨头注资36.65亿美元购买长期资本管理公司的股权，避免了因长期资本管理公司倒闭而带来更严重的金融危机。

3. 对冲基金之王——约翰·保尔森

约翰·保尔森于1955年12月14日出生于美国纽约；1978年，就读于哈佛大学商学院，取得了MBA学位；1994年，创建了一只仅有200万美元的小型对冲基金，命名为保尔森对冲基金（Paulson & Co）。

2005年年初，保尔森感觉经济要开始掉头下行了，他在房地产抵押债券中发现了巨大的泡沫。2005年4月，他支付了一年保险金140万美元，购买价值1亿美元的BBB级次级抵押贷款的信用违约掉期（CDS），如果这种抵押贷款违约，他就能获得1亿美元的利润；如果不违约，他所支付的140万美元就白白支付出去了。当时，几乎没有人认为抵押贷款会违约，房价还以每年15%的速度往上涨，全国范围内也没有发生过房价下降的事情。到2006年年初，保尔森对抵押贷款的押注仍在不断地赔钱。但是他认为，用CDS做空住房抵押债券是一个千载难逢的机会。2006年7月，他继续购买次级抵押贷款的CDS，并建立了一只总额为72亿美元的信贷对冲基金。截至2006年年底，次债危机已经开始显露，保尔森的信贷对冲基金升值了20%，他用同样的策略又建立了一只基金。

2007年2月7日下午，美国第二大次级抵押贷款企业新世纪金融公司预报季度亏损；同一天，英国汇丰银行宣布，因次级抵押贷款崩溃，它得预留106亿美元作为贷款损失准备金；之后，美国第五大投资银行贝尔斯登公司投资次贷的两只对冲基金也相继垮掉，这一切均意味着大规模的信用违约已经到来。截至2007年年底，保尔森的信贷对冲基金大约赚了150亿美元，他本人则赚了40亿美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元，一举登顶2007年度最赚钱基金经理榜。

2008年，全球性的金融危机大规模爆发；当年年底，约翰·保尔森与其他四位排名前五的对冲基金大佬，因做空次级抵押贷款而出席了美国众议院监管和政府改革委员会召开的听证会。听证会后，保尔森在众人恐惧之中反手做多证券市场，动用3.5亿英镑购买了巴克莱银行、2.92亿英镑购买了苏格兰皇家银行、2.6亿英镑购买了劳埃德TSB集团，最后获利2.8亿英镑。

2015年6月4日，约翰·保尔森向母校哈佛大学捐款4亿美元，这也是哈佛大学历史上获得的最大一笔捐款。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后 记

本书从酝酿到完稿，前后陆陆续续写了7个多月，中间因为其他事情还停了一段时间。之所以要写这本书，是想把自己多年的投资经验分享出来。本书的实际案例，其实都是笔者这些年在投资路上所亲历或见证过的，因此，本书第一稿基本上也是一气呵成，后面再不断修改，直至定稿。

看上去，投资是一件很简单的事，只要坐在电脑前面，动动鼠标就能实现千百万元的利润，但笔者深知，投资其实是一件非常不容易的事，“一将功成万骨枯”其实也是资本市场上最真实的写照。根据中国证券登记结算有限责任公司的数据，在中国的A股市场上，总共大约有1.3亿个自然人投资者。其中，在2015年股市最高5178点左右时，持仓投资者大约为5000万人，参与交易的活跃投资者约有3500万人；而最新数据则显示，目前持仓投资者大约有4900万人，参与交易的活跃投资者只有1100万人，这也意味着绝大部分散户账户已经处于休眠状态了。休眠不是因为“功成名遂身退”，而是因为惨遭股市屠戮，投资者因丧失持股信心而退出股市。笔者希望这本书，能够对A股市场上的普通投资者提供一定的帮助，重拾信心，再次回到股市，实现资产收入的正增长。

在写作过程中，笔者力图用浅显的语句来表达金融投资中的理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

论知识和资产配置中的实施环节，但由于本书并不是一本只讲股票的书，同时还介绍了债券、商品、金融期货和期权等较为复杂的金融工具，所以普通投资者在阅读上可能会存在一定的困难，有些可能会比较烧脑。不过，难度就是门槛，有门槛才有利润，只要大家稍微认真一点，认真体会书中所讲的例子，就会发现其实也没有多难。希望大家能够从这本讲述资产配置的书中，真正得到有益于投资的知识，形成自己的投资风格，屹立于资本市场而不倒。

吴建军

2017 年 11 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



让资产配置为你的财富增值

RANG ZICHAN PEIZHI
WEI NI DE CAIFU ZENGZHI



体验更多精彩阅读
尽在中国经济出版社微信平台
请扫描二维码或查找zgjjcbs

上架建议 投资理财

ISBN 978-7-5136-4913-1



定价：48.00元